



ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი  
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

რევაზ გერაძე

**ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენა საქართველოს ეკონომიკურ  
განვითარებაზე**

ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად  
წარმოდგენილი სადისერტაციო ნაშრომი

მეცნიერ-ხელმძღვანელი: ასოცირებული პროფესორი  
ხათუნა ბარბაქაძე

თბილისი  
2018

## შინაარსი

შესავალი .....	3
<b>თავი I. ფინანსური ლიბერალიზაციის გზა და ეკონომიკური შინაარსი.....</b>	<b>12</b>
1.1 ფინანსური ლიბერალიზაციის რეტროსპექტივა.....	12
1.2 კაპიტალის მოძრაობა.....	32
1.3 ვაჭრობის ლიბერალიზაცია და სატარიფო რეფორმები .....	40
1.4 საგადასახადო რეფორმები .....	49
<b>თავი II. ფინანსური ლიბერალიზაცია და გლობალური ფინანსური კრიზისები ...</b>	<b>55</b>
2.1 ფინანსური და რეალური სექტორების კავშირი კრიზისის ფონზე .....	55
2.2 გლობალური ფინანსური კრიზისები და ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკური შედეგები.....	66
<b>თავი III. ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი ფაქტორების ანალიზი.....</b>	<b>88</b>
3.1 დახურული და ღია ეკონომიკის მოდელების ფაქტორების ანალიზი და მონაცემების აღწერა .....	88
3.2 ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე .....	113
<b>დასკვნა.....</b>	<b>173</b>
<b>გამოყენებული ლიტერატურა.....</b>	<b>183</b>
<b>დანართი.....</b>	<b>190</b>

## შესავალი

**თემის აქტუალურობა.** ფინანსური სისტემის დერეგულაციისა და ეკონომიკური გლობალიზაციის ფონზე, ფინანსური ლიბერალიზაციისა და ეკონომიკური ინტეგრაციის შედეგების არაერთი შეფასება და განხილვა განხორციელდა. შეფასებები ურთიერთსაწინააღმდეგოა, განსაკუთრებით განვითარებადი ქვეყნებისთვის, რის მიზეზსაც, კაპიტალის ბაზრის და საგარეო ვაჭრობის ლიბერალურ მიდგომებთან დაკავშირებული რისკები წარმოადგენს.

მეცნიერთა ერთი ნაწილის მოსაზრებით, კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობა და საგარეო ვაჭრობის მოცულობის უპრეცედენტო ზრდა ხელს უწყობს არსებული დანაზოგების ეფექტიან გადანაწილებას. აღნიშნული, თავის მხრივ, ფინანსური რესურსების ყველაზე ოპტიმალურ წყაროებში გადადინებას იწვევს და ხელს უწყობს ეკონომიკური ზრდის პროცესს. მეორე ნაწილის მტკიცებით, მიუხედავად იმისა, რომ გარკვეულმა განვითარებადმა ქვეყნებმა ისარგებლა ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაციის პროცესით, მათ უმრავლესობაში დაფიქსირდა საგარეო ვაჭრობის უარყოფითი სალდოს ზრდა, კაპიტალის შემცირებული ან უარყოფითი შედინება და ფინანსური სექტორის არასტაბილურობა. სწორედ ამიტომ, ძნელია ცალსახად ფინანსური გლობალიზაციის დადებით ან უარყოფით ეფექტებზე მსჯელობა.

ფინანსური ლიბერალიზაცია ფინანსური შეზღუდვებისგან გათავისუფლების მიზანმიმართული მცდელობა და ფინანსური დისბალანსის დაფინანსების/აღმოფხვრის საშუალებაა. ამ მიმართულებით, ჯერ კიდევ 1973 წელს მაკინონის<sup>1</sup> და შოუს<sup>2</sup> ფუნდამენტურ ნაშრომებში განხილულია ფინანსური ლიბერალიზაციის დადებითი როლი ფინანსური ბაზრების განვითარების პროცესში და ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაში. კერძოდ, ავტორების მოსაზრებებით, ფინანსური ლიბერალიზაცია ხელს უწყობს დანაზოგებისა და ინვესტიციების მოცულობის ზრდას, რისი მეშვეობითაც შესაძლებელია ეკონომიკის განვითარების მაღალი ტემპების მიღწევა.

---

<sup>1</sup> *Mckinnon R. I. Money and Capital in Economic Development, Washington, D. C.: Brookings Institution, 1973.*

<sup>2</sup> *Shaw E. Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973.*

ლიბერალიზებული სავაჭრო რეჟიმები განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკურ სუბიექტებს ახალი გასაღების ბაზრების ათვისების და საკუთარი პროდუქციის ქვეყნის ფარგლებს გარეთ გატანის შესაძლებლობას უხსნის. აღნიშნული, თავის მხრივ, ადგილობრივ მწარმოებლებს წარმოების გაზრდის და მასშტაბის ეკონომიის ეფექტის გამოყენების შესაძლებლობას აძლევს.

ბოლო პერიოდში, საკრედიტო ოპერაციებისა და უძრავ ქონებაში ინვესტიციების ზრდის ფონზე საქონლის/მომსახურების გამოშვება და მოხმარება უპრეცედენტოდ გაიზარდა. შესაბამისად, ფინანსური ბაზრების განვითარების უმთავრეს დამახასიათებელ ფაქტორს რეალურ სექტორთან მათი მჭიდრო კავშირი წარმოადგენს. ფინანსური ლიბერალიზაციის პროცესის გააქტიურებასთან ერთად მუდმივად იცვლება ფინანსური ცვლადების მერყეობის რეალურ ეკონომიკაზე გადაცემის მექანიზმი. გადაცემის რომელიმე კონკრეტული არხის ეფექტიანობა დამოკიდებულია ქვეყნის ეკონომიკის სტრუქტურაზე და ფინანსური სისტემის განვითარების დონეზე. ფინანსური ლიბერალიზაციის პროცესი და რეალურ ეკონომიკაზე მისი გავლენის შესწავლა განსაკუთრებით აქტუალურია ბოლო პერიოდში დაფიქსირებული ფინანსური კრიზისების ფონზე.

ფინანსური გლობალიზაციის მოცემულ ეტაპზე განვითარებადი, ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნებზე კაპიტალის მოძრაობის არასტაბილური ბუნება და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების უარყოფითი გავლენა ვლინდება. აღნიშნული, ხშირ შემთხვევაში, უარყოფითად მოქმედებს განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური სისტემის სტაბილურობასა და ეკონომიკურ ზრდაზე.

გლობალიზაციის პროცესთან ერთად იმატა ფინანსური კრიზისების სიხშირემ და კომპლექსურობამ. 1990-იანი წლების კრიზისები არასტაბილური მაკროეკონომიკური პარამეტრების და სახელმწიფო სტრუქტურების მიერ მიღებული არათანმიმდევრული გადაწყვეტილებებით იყო გამოწვეული. 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის საფუძველს კი ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირების და საბანკო სექტორის არასტაბილურობა წარმოადგენდა. მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული კრიზისების გამომწვევი მიზეზები ერთმანეთისგან რადიკალურად განსხვავდებოდა, მათი გავლენა ქვეყნის

მაკროეკონომიკურ ინდიკატორებზე, განსაკუთრებით კი ეკონომიკურ ზრდაზე იდენტიური იყო.

საქართველოს მსგავსად, განვითარების სტადიაზე მყოფი ქვეყნებისთვის მნიშვნელოვანია მსოფლიო ფინანსურ ბაზრებზე დაფიქსირებული კრიზისების ანალიზი და მისი გავლენის შესწავლა. განვითარებულ ქვეყნებში მომხდარი ფინანსური კრიზისების შედეგად მნიშვნელოვნად იკლო მოთხოვნამ საქონელსა და მომსახურებაზე, რის გამოც შემცირდა უცხოური ინვესტიციებისა და ექსპორტის მოცულობა.

სწორედ ამიტომ, მსოფლიო ფინანსურ და საერთაშორისო ვაჭრობის ბაზრებზე ინტეგრირებული განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკისათვის, ფინანსური კრიზისები უმეტესად უკავშირდება განვითარებული ქვეყნების ბაზრებზე მოთხოვნის შემცირებას და საკრედიტო კრიზისს. ეს მოსაზრება განსაკუთრებით ლოგიკურია საქართველოს მაგალითზე, რომელიც 2014-2017 წლების ჯერ კიდევ მიმდინარე აგრეგირებული გლობალური მოთხოვნის შემცირების უარყოფითი გავლენის ქვეშ მოექცა. განვითარებულ ქვეყნებში მზარდი პროტექციონიზმი და ბიუჯეტის მაღალი დეფიციტი ზრდის განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკურ პრობლემებს, რომელთა უმრავლესობა უცხოური ფინანსური რესურსების ნაკლებობას განიცდის. აღნიშნულ ქვეყნებს ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის გატარება, ძირითადად, მხოლოდ მსოფლიო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კონცესიური სესხის დახმარებით შეუძლიათ.

განვითარებადი ქვეყნებზე გლობალური ფინანსური კრიზისების უარყოფითი გავლენა დამოკიდებულია კონკრეტული ქვეყნის ექსპორტისა და კაპიტალის მოძრაობის მნიშვნელობაზე. საქართველოსთვის ორივე კომპონენტი უმნიშვნელოვანესია – პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსებისა და ტექნოლოგიური პროგრესის იმპორტის მთავარი წყაროა, ექსპორტი კი დასაქმების, უცხოური ვალუტის შემოდინებისა და ეკონომიკური ზრდის ხელშემწყობია.

მსოფლიო მასშტაბით ეკონომიკური ზრდის ტემპების შენელების ფონზე, აქტიურად განიხილება ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენა მცირე ზომის ღია

ეკონომიკის მქონე ქვეყნების ეკონომიკურ ზრდაზე. საქართველო, ისევე როგორც სხვა არანავთობმომპოვებელი ქვეყანა, მნიშვნელოვნად დაზარალდა საერთაშორისო კრიზისების დროს საექსპორტო საქონელზე ფასებისა და მოთხოვნის შემცირების გამო. მიმდინარე პერიოდში საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მთავარი შემაფერხებელი ფაქტორი სწორედ საგარეო მოთხოვნის შემცირებაა. ამავდროულად, ჩვენი ქვეყანა ცდილობს შეაღწიოს საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე, რაც გლობალური ფინანსური კრიზისის განმეორების შემთხვევაში კიდევ უფრო მაღალ საგარეო რისკებს უკავშირდება. ყოველივე აღნიშნულმა განაპირობა საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე ფინანსური ლიბერალიზაციისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების შესაძლო გავლენის შესწავლის აქტუალურობა.

სადოქტორო ნაშრომში დეტალურადაა განხილული ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკური ეფექტების შესახებ არსებული შეხედულებები. ნაშრომში ჩამოყალიბებული თეორიული მოდელის საფუძველზე კი შეფასებულია საქართველოს ეკონომიკაზე საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ეფექტები.

**კვლევის მიზნები და ამოცანები.** სადოქტორო ნაშრომის კვლევის მიზანია, ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი ფაქტორების შესწავლა. კერძოდ, დახურული და ღია ეკონომიკის მოდელების აგება, მაკრო-ფინანსური კავშირების განხილვა და შესაბამისი ცვლადების - პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, საგარეო მოთხოვნის, საერთაშორისო ფინანსური კრიზისებისა და სხვა ფუნდამენტური ფინანსური ფაქტორების ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაზე გავლენის ანალიზი.

კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე, კვლევის ამოცანებს წარმოადგენს:

- ფინანსური გლობალიზაციის ეკონომიკური შედეგების შესახებ არსებული ლიტერატურის მიმოხილვა და გამოტანილი დასკვნების შესწავლა;

- საქართველოში კაპიტალის მოძრაობის, ვაჭრობის ლიბერალიზაციის, სატარიფო და საგადასახადო რეფორმების განვითარების ეტაპების განხილვა;
- გლობალური ფინანსური კრიზისების ფუნქციონირების მექანიზმებისა და ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკური შედეგების გაანალიზება;
- გლობალური ფინანსური კრიზისების ფონზე ფინანსური და რეალური სექტორების კავშირის ანალიზი;
- ვექტორული ავტორეგრესიის დახურული და ღია ეკონომიკის და ცდომილების კორექციის ღია ეკონომიკის მოდელების გამოყენებით საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენის ანალიზი;
- საქართველოს ეკონომიკური ზრდის, საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ფიქტიური ცვლადების ურთიერთდამოკიდებულების შეფასება და აღნიშნული ცვლადების ცვლილებაზე (იმპულსზე) საქართველოს ეკონომიკური ზრდის ცვლადის საპასუხო რეაქციის ფუნქციის შესწავლა;
- საგარეო მოთხოვნისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ცვლადების მერყეობის ალტერნატიული სცენარების განხილვა და საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე მათი გავლენის შეფასება.

**კვლევის საგანი და ობიექტი.** სადოქტორო ნაშრომის კვლევის საგანია ვექტორული ავტორეგრესიისა და ცდომილების კორექციის მოდელების საფუძველზე, ფინანსურ და რეალურ სექტორებს შორის კავშირებისა და საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენის შესწავლა. განხილულია საქართველოს ეკონომიკის წინაშე მდგარი საგარეო მოთხოვნის შემცირებასთან და კაპიტალის შემოდინების მერყეობასთან დაკავშირებული პრობლემები. **კვლევის ობიექტს** წარმოადგენს საქართველოს ფინანსური სექტორი და მისი ლიბერალიზაციის პროცესი, საქონლისა და

მომსახურების ექსპორტზე არსებული საგარეო მოთხოვნა, განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, საერთაშორისო ფინანსური კრიზისები და ეკონომეტრიკული მოდელის საშუალებით მათი საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შესწავლა.

**კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძველი.** სადოქტორო ნაშრომში განხილულია ეკონომიკური და ფინანსური დებულებები და თეორიები, ქართველ და უცხოელ მეცნიერ-ეკონომისტთა ნაშრომები, საქართველოს სტატისტიკის სამსახურის, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს, საქართველოს ეროვნული ბანკის, მსოფლიო ბანკის და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ოფიციალური მონაცემები.

სადოქტორო ნაშრომის შესრულებისას საკვლევი პრობლემის სირთულისა და პრაქტიკული მნიშვნელობიდან გამომდინარე, გამოყენებულ იქნა კვლევის სისტემური, ისტორიული და ლოგიკური განზოგადების მეთოდები. განხორციელდა ინფორმაციის მოძიება, შეფასება, ანალიზი, შედარება და განზოგადება. ასევე, ემპირიული ანალიზის განსახორციელებლად გამოყენებულ იქნა უმცირეს კვადრატთა მეთოდი (OLS), ცდომილების კორექციის (ECM) და ვექტორული ავტორეგრესიის (VAR) მოდელები.

**კვლევის მეცნიერული სიახლე.** სადოქტორო ნაშრომის კვლევის მეცნიერულ სიახლეს წარმოადგენს საქართველოს მაგალითზე დახურული და ღია ეკონომიკის ვექტორული ავტორეგრესიის და ცდომილების კორექციის მოდელების აგება. საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, რეალური მონეტარული პილიტიკის განაკვეთის და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ფიქტიური ცვლადების გავლენის შეფასება. აღნიშნული ცვლადების ცვლილებაზე (იმპულსზე) საქართველოს ეკონომიკური ზრდის რეაქციის ფუნქციის შესწავლა. ასევე, საგარეო მოთხოვნისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ცვლადების მერყეობის ალტერნატიული სცენარების განხილვა და საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე მათი გავლენის შეფასება.



**კვლევის შედეგები.** კვლევის ძირითადი შედეგებიდან შეიძლება გამოიყოს შემდეგი:

- სიღრმისეულადაა შესწავლილი და გამოკვლეული საქართველოს ეკონომიკაზე რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების გავლენა;
- ცდომილების კორექციის მოდელის საფუძველზე შეფასებულია, რომ 1%-ით საგარეო მოთხოვნის ზრდა (კლება) საქართველოს ეკონომიკის +0.49%-ით ზრდას (კლებას) იწვევს. შედარებით მოკრძალებულია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გავლენა ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელზე და +0.013%-ს შეადგენს. მიღებული შედეგები ცხადყოფს, რომ საქართველოს ეკონომიკა მგრძობიარედ რეაგირებს საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისებზე და ქვეყანაში მომხდარ სტრუქტურულ ცვლილებებზე. 2008 და 2015 წლების კრიზისების ცვლადებს აქვს მნიშვნელოვანი გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე შესაბამისად -0.11 და -0.03 ელასტიურობებით;
- ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის გამოყენებით განხორციელებულია ეგზოგენური ცვლადების ცვლილებაზე (იმპულსზე) ენდოგენური ცვლადების რეაქციის ფუნქციის შესწავლა. დადგინდა, რომ საქართველოს ეკონომიკური ზრდა პირველივე კვარტლიდან პასუხობს მსოფლიო მოთხოვნის პოზიტიურ შოკს და მნიშვნელოვნად იმატებს. დადებითი ეფექტი დროთა განმავლობაში მცირდება, მაგრამ რჩება ნულზე მეტი. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დადებითი იმპულსი საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე პოზიტიურად აისახება. იგი ასევე იწვევს რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარებასა და მოხმარების ზრდას;
- ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის გამოყენებით განხორციელებულია საგარეო მოთხოვნის და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ცვლადების განვითარების ალტერნატიული სცენარების განხილვა. საგარეო მოთხოვნის ალტერნატიული სცენარის პირობებში საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის საშუალო წლიური ზრდა არსებულ ფაქტობრივ მონაცემებთან შედარებით 2015 წელს 0.7%, 2016 წელს 4.6%, ხოლო 2017 წელს 7.3%-ს

შეადგენს. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდის ალტერნატიული სცენარის პირობებში კი საქართველოს ეკონომიკა მნიშვნელოვან ზრდას არ განიცდის, რაც ეკონომიკურ ზრდაზე ინვესტიციების შედარებით უმნიშვნელო გავლენას უსვამს ხაზს;

- განხორციელებული ანალიზის საფუძველზე დადგინდა, რომ ფინანსური ლიბერალიზაციის პროცესი ხასიათდება რიგი მნიშვნელოვანი დადებითი შედეგებით, მიუხედავად ამისა, იგი გარკვეული რისკის შემცველია მცირე ზომის, განვითარებადი ღია ეკონომიკის ქვეყნებისთვის. შესაბამისად, სახელმწიფოს მიზანი უნდა იყოს ლიბერალიზაციის პროცესის ეფექტიანი მართვა, რადგან შესაძლო უარყოფითი გავლენები მინიმუმამდე იქნას დაყვანილი, ხოლო პოტენციური დადებითი შედეგები მაქსიმალურად ათვისებული.

**ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა.** სადოქტორო ნაშრომის კვლევის შედეგების თეორიული და პრაქტიკული რეკომენდაციები შესაძლებელია გამოყენებულ იქნას ქვეყნის აღმასრულებელი და საკანონმდებლო ორგანოების მიერ მიმდინარე აქტუალური საკითხების გადაწყვეტისას. სადოქტორო ნაშრომის კვლევის შედეგები, ასევე, სასარგებლო იქნება საუნივერსიტეტო სწავლებისა და კვლევების სხვადასხვა საფეხურზე, ამ სფეროში მოღვაწე პრაქტიკოსი მუშაკებისა და სპეციალისტებისთვის.

საგარეო ფაქტორებზე საქართველოს დამოკიდებულების ანალიზისთვის უმნიშვნელოვანესია:

- ცდომილების კორექციის ეკონომეტრიკული მოდელის საფუძველზე საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე საგარეო მოთხოვნის, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ცვლადების შეფასებული ელასტიურობები;
- ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის საფუძველზე ზემოაღნიშნული ცვლადების იმპულსზე საქართველოს ეკონომიკური ზრდის რეაქციის ფუნქციის შედეგები;

- საგარეო მოთხოვნისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ცვლადების მერყეობის ალტერნატიული სცენარების საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შეფასება.

ჩატარებული კვლევის შედეგად მიღებული დასკვნებისა და რეკომენდაციების გათვალისწინება არსებითად გააუმჯობესებს და ხელს შეუწყობს საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი ფაქტორების ანლიზის პროცესს.

## თავი I. ფინანსური ლიბერალიზაციის გზა და ეკონომიკური შინაარსი

### 1.1 ფინანსური ლიბერალიზაციის რეტროსპექტივა

საბჭოთა კავშირის რღვევის შემდეგ ყოფილმა პოსტსაბჭოთა სივრცის ქვეყნებმა დაიწვეს საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლა. ზოგიერთმა მათგანმა პრივატიზაციისა და ფინანსური ლიბერალიზაციის სწრაფ ღონისძიებებს მიმართა. აღნიშნულ პროცესებს განსხვავებული შეფასებები მოჰყვა: მეცნიერთა ერთი ნაწილის მოსაზრებით, “კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობა ხელს უწყობს არსებული დანაზოგების ეფექტიან გადანაწილებას, რაც, თავის მხრივ, ფინანსური რესურსების ყველაზე ოპტიმალურ წყაროებში გადადინებას იწვევს და ამ გზით ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდასა და სოციალური სარგებლიანობის ამაღლებას”<sup>3</sup>.

ეკონომისტთა მეორე ნაწილის მტკიცებით, მართალია განვითარებადი ქვეყნების გარკვეულმა ნაწილმა ისარგებლა კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციით, მაგრამ საკმაოდ დიდ ნაწილში კაპიტალის ძალიან დაბალი ან უარყოფითი შედინება ფიქსირდება. ამიტომ, ძნელია ცალსახად იმის თქმა, რომ ფინანსურმა ლიბერალიზაციამ გამოიწვია/ხელი შეუწყო ინვესტიციების და ეკონომიკის ზრდას განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში.

მიუხედავად განსხვავებული მოსაზრებებისა, საერთაშორისო ეკონომიკური განვითარების პროცესში ორი ტენდენცია ნათლად გამოვლინდა: გლობალიზაცია და გაზრდილი არასტაბილურობა<sup>4</sup>.

ფინანსური ბაზრების გლობალიზაცია ხდება კაპიტალის საერთაშორისო მოძრაობის დერეგულაციისა და ლიბერალიზაციის პარალელურად. ასევე, მაღალი ღონის ტექნოლოგიის განვითარებით, რომელიც სხვადასხვა ფინანსურ ბაზრებზე ერთდროულად ფინანსური ტრანზაქციების განხორციელების საშუალებას იძლევა. ეს გამოიხატება არა მარტო საზღვრებზე კაპიტალის თავისუფალი გადაადგილების შესაძლებლობით, არამედ, ასევე, სხვადასხვა ფინანსურ

<sup>3</sup> სტენლი ფიშერი, „კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის როლი“, წლიური კონფერენცია, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, სექტემბერი, გვ. 2-3, 1997 წელი.

<sup>4</sup> Ковзанадзе И., Системные Банковские Кризисы В Условиях Финансовой Глобализации, Тбилиси, გვ.15, 2003.

ტრანზაქციებზე საზღვრების გახსნით. მაგალითად, საბანკო სექტორი თავის ტრადიციულ დილერის ფუნქციასთან ერთად უფრო ხშირად ჩართულია კაპიტალის ბაზრის და სავალუტო ბაზრის ოპერაციებში – ანუ, ტრადიციული ფუნქციები იცვლება სპეკულაციური ფინანსური ტრანზაქციებით, რაც, თავის მხრივ, ფინანსური ლიბერალიზაციის რისკს ზრდის<sup>5</sup>.

მრავალი განვითარებადი ქვეყნის მიერ ფინანსური სისტემის დერეგულაციისა და ეკონომიკური გლობალიზაციის ფონზე, ფინანსური ლიბერალიზაციისა და ეკონომიკური ინტეგრაციის შედეგების არაერთი შეფასება და განხილვა განხორციელდა. აღნიშნული საკითხის აქტუალობა განსაკუთრებულია საქართველოს მსგავსი მცირე ზომის გახსნილი ეკონომიკის მქონე ქვეყნისთვის.

ფინანსური ლიბერალიზაციის კონცეფცია ჯერ კიდევ მეცხრამეტე საუკუნის ნაშრომში გვხვდება. ბაგჰოტი<sup>6</sup> (1873) წელს ხაზს უსვამს ტექნოლოგიური პროგრესის ათვისების, ფინანსური რესურსების ეფექტიანი გადანაწილების და ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობის პროცესში ფინანსური სისტემის განვითარების კრიტიკულ და მნიშვნელოვან როლს. თუმცა, კონცეფციამ განსაკუთრებული მნიშვნელობა დაახლოებით ასი წლის შემდეგ მაკინონის<sup>7</sup> (1973) და შოუს<sup>8</sup> (1973) ერთ პერიოდში ერთმანეთისგან დამოუკიდებლად შესრულებული ნაშრომებიდან შეიძინა. ავტორების მტკიცებით: პირველი, დახურულ ეკონომიკაში დანაზოგზე მიღებული სარგებელი არის უარყოფითი და არასტაბილური. მეორე, ფინანსური შუამავლები, რომლებიც აგროვებენ დანაზოგებს ვერ ანაწილებენ ეფექტიანად ფინანსურ რესურსებს კონკურენტ მსესხებლებს შორის. მესამე, კომპანიებს არ აქვთ სტიმულები განახორციელონ საინვესტიციო პროექტები, რადგან ქვეყანაში სუსტი ფინანსური პოლიტიკა იწვევს განხორციელებულ ინვესტიციაზე სარგებლის შემცირებას და გაურკვეველს ხდის ინვესტიციის მომავალს, რაც, საბოლოო ჯამში, იწვევს ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის

---

<sup>5</sup> Kovzanadze I. *Systemic and Borderline Banking Crises, Lessons Learned for Future Prevention*, iUniverse, Inc., New York Bloomington, გვ. 18, 2010.

<sup>6</sup> Bagehot W. *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: Henry S. King and Co., 1873.

<sup>7</sup> Mckinnon R. I. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: Brookings Institution, 1973.

<sup>8</sup> Shaw E. *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.

შენელებას. ამ კონტექსტში ფინანსური შეზღუდვები გულისხმობს ხელოვნურად დაბალ სარგებელს დეპოზიტზე და სესხებზე, რაც იწვევს გადაჭარბებულ და არაეფექტიან მოთხოვნას სესხებზე (non-price credit rationing, შოუ<sup>9</sup> 1973). ფინანსური ლიბერალიზაციის თეორიის თანახმად კი ფინანსური სექტორის გახსნილობა საშუალებას აძლევს დამზოგველებს, გადაამისამართონ თავიანთი არაპროდუქტიული ინვესტიციები ეფექტიან ფინანსურ აქტივებში და ამ გზით გაზარდონ ეკონომიკისთვის ფინანსური რესურსების მიწოდება.

ავტორების ანალიზი აჩვენებს, რომ განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური შეზღუდვების გაუქმება ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას. უფრო დეტალურად რომ განვიხილოთ, ავტორების მოსაზრებით, ჩაკეტილი ფინანსური ბაზარი იწვევს დანაზოგების მოცულობის შემცირებას, ხელს უშლის ფინანსური რესურსების ეფექტიან გადანაწილებას და ზრდის ფინანსური ბაზრების სეგმენტაციის დონეს. უფრო მეტიც, თუ რეალური საპროცენტო განაკვეთები ვერ მოახდენენ ფულის და საკრედიტო ბაზრების წონასწორობაში მოყვანას, არა მარტო დანაზოგების და ინვესტიციების მოცულობა შემცირდება, არამედ განხორციელებული ინვესტიციის ხარისხიც დაეცემა.

დამატებით, მაკინონი<sup>10</sup> (1973) თავის ნაშრომში აღნიშნავდა, რომ ფინანსურმა შეზღუდვებმა შეიძლება გამოიწვიოს დუალიზმი, იმ გაგებით, რომ კომპანიების ერთი ნაწილი, რომლებსაც ფინანსურ სახსრებთან მარტივი წვდომა ქონდათ (სუბსიდიებით მიღებულ დაფინანსების წყაროებთან) თავიანთი საქმიანობისთვის აირჩევენ შედარებით კაპიტალ ინტენსიურ ტექნოლოგიებს, მაშინ როცა ის კომპანიები, რომლებიც არ არიან სახელმწიფოს მიერ ფინანსური რესურსებით მხარდაჭერილი, ეცდებიან განახორციელონ მხოლოდ მოკლევადიანი საინვესტიციო პროექტები. ამ ორი ავტორის ნაშრომების საბოლოო დასკვნით ფინანსური ლიბერალიზაცია ხელს უწყობს რეალური საპროცენტო განაკვეთების ზრდას, შესაბამისად ახალისებს დანაზოგების და ინვესტიციების მოცულობას და ამ გზით ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას.

---

<sup>9</sup> Shaw E. *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.

<sup>10</sup> Mckinnon R. I. *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: Brookings Institution, 1973.

ფინანსური ლიბერალიზაციის შესახებ მაკინონის და შოუს ნაშრომებში წარმოდგენილი დასკვნები გახდა 1970-იანი და 80-იანი წლების ახალი “ეკონომიკური სარწმუნოება”. ამ ორი ავტორის დასკვნებმა და იდეებმა მთლიანად შეცვალა მსოფლიო ბანკისა (WB) და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (IMF) ხედვები აღნიშნულ საკითხებთან დაკავშირებით.

ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგების ანალიზის გაღრმავება მოხდა უკვე 90-იანი წლების დასაწყისში კემბელისა და მენქიუს<sup>11</sup> (1990) ნაშრომით, რომლის თანახმად მიზანშეწონილია დავასკვნათ, რომ ყველა მომხმარებელს (შინამეურნეობას) არ აქვს წვდომა საკრედიტო ბაზარზე, ანუ არ შეუძლია მარტივად ისესხოს, რაც იმას ნიშნავს, რომ ასეთ მომხმარებლებს არ აქვთ საშუალება გადაანაწილონ მოხმარება დროში. ამიტომ, ასეთი ტიპის, ლიკვიდობით შეზღუდული მომხმარებლების გადაწყვეტილებები მთლიანად დამოკიდებულია მათ მიმდინარე შემოსავალზე. თეორიულად, ნაშრომში დამტკიცებულია, რომ თუ გავაუქმებთ (შევამსუბუქებთ) ლიკვიდობის (ფინანსურ ბაზრებზე სესხების აღების სირთულის) შეზღუდვას, ეს გამოიწვევს მოხმარების ბუმს და მთლიანი დანახოების შემცირებას. კემბელისა და მენქიუს ნაშრომში გამოყენებული მოდელი და აღნიშნული დაშვება ორი ტიპის მომხმარებელთან დაკავშირებით აღრმავებს და ავითარებს მაკინონ-შოუს მოდელს, სადაც მხოლოდ ჰომოგენიური მომხმარებელია მოცემული შიდა კაპიტალის ბაზარზე შეზღუდული წვდომით.

ერთ-ერთ ძირითად ემპირიულ ნაშრომში კემინსკი და შმუკლერი<sup>12</sup> (2003) შეისწავლიან კაპიტალის ბაზრებზე ფინანსური ლიბერალიზაციის მოკლევადიან და გრძელვადიან ეფექტს. 1973-დან 2001 წლამდე 28 განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნის მონაცემთა ბაზაზე დაყრდნობით ავტორების მიერ აგებულ იქნა ფინანსური ლიბერალიზაციის ცვლადი, რომლის შესაფასებლად განხილულია სამი საზომი: ა) კაპიტალის მოძრაობის ლიბერალიზაცია ბ) შიდა ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაცია (რეგულაციები დეპოზიტების საპროცენტო

<sup>11</sup> Mankiw N. G. Campbell J.Y. “Permanent Income, Current Income, and Consumption” *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 8, No. 3, 1990.

<sup>12</sup> Kaminsky G.L. Schmukler S.L. *Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effect of Financial Liberalization*, IMF Working Paper, WP/03/34, 2003.

განაკვეთებზე, გასესხების საპროცენტო განაკვეთებზე, კრედიტების განაწილება და დეპოზიტები უცხოურ ვალუტაში) გ) საფონდო ბაზრის ლიბერალიზაცია (უცხოელების მიერ აქციების ფლობის რეგულაციების ევოლუცია, ასევე, უცხოელების მიერ კაპიტალის, საპროცენტო საგებელისა და დივიდენდების უკან გატანის თავისუფლება).

საბოლოო ჯამში, მიღებულ შედეგებზე დაყრდნობით, ავტორები გვაწვდიან რამდენიმე მნიშვნელოვან დასკვნას:

1. მაშინ როდესაც განვითარებულ ქვეყნებში ლიბერალიზაციის პროცესი იყო უწყვეტი, განვითარებად ქვეყნებში კაპიტალის ბაზრების კონტროლი და შეზღუდვები ფინანსურ ბაზრებზე პერიოდულად კვლავ იყო წარმოდგენილი. ასევე, ლიბერალიზაციის ბუნება ცვალებადია რეგიონების მიხედვით. კერძოდ, განვითარებულმა ქვეყნებმა ჯერ მოახდინეს საფონდო ბაზრების ლიბერალიზაცია, განვითარებადებმა კი უპირველესად ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაცია.
2. ძალიან მნიშვნელოვანია ავტორების დასკვნა ფინანსური ლიბერალიზაციის მოკლევადიან ეფექტებზე, რომლის თანახმად, მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური ლიბერალიზაცია მოკლევადიან პერიოდში იწვევს ფინანსურ ბუმებს და ეკონომიკის მოჩვენებით ზრდას, გრძელვადიან პერიოდში აღნიშნული ტენდენცია არ ნარჩუნდება. ლიბერალიზაციის მოკლევადიანი ეფექტების გავლენა განსხვავებულია განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნებისთვის. მაშინ როდესაც განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური ლიბერალიზაციის შემდეგ მოსალოდნელია დიდი ზომის ბუმები და ვარდნები, განვითარებული ქვეყნებისთვის, ფინანსურ ლიბერალიზაციას მოკლევადიან პერიოდშიც შესაძლებელია მნიშვნელოვანი დადებითი ეფექტი ქონდეს.

ფინანსური ლიბერალიზაციის მოკლე და გრძელვადიან ეფექტებს შორის არსებული განსხვავების საილუსტრაციოდ ავტორებმა შეაგროვეს ფინანსური ინსტიტუტებისა და საკანონმდებლო ბაზის განვითარების მონაცემები, რომლის თანახმადაც, როდესაც ინსტიტუციური ბაზა მაღალ დონეზეა განვითარებული ფინანსური ციკლი ნაკლებად გამოკვეთილია.



როგორც უკვე აღინიშნა, ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგების შესახებ ლიტერატურაში განსხვავებული შეხედულებები გვხვდება. ფინანსური ლიბერალიზაციის მხარდამჭერების თანახმად, ფინანსური ლიბერალიზაცია არის დადებითი მომენტი ფინანსური ბაზრების განვითარებისთვის და ქვეყნის ეკონომიკური ზრდისთვის: კერძოდ, ფინანსური ლიბერალიზაცია ზრდის დანაზოგების მოცულობას, ხელს უწყობს სხვადასხვა საინვესტიციო შესაძლებლობებში ფინანსური რესურსების ეფექტიან გადანაწილებას და მაშასადამე ზრდის ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელს. ის ასევე ბანკებს და სხვა ფინანსურ შუამავლებს თავისუფალი მოქმედების მეტ საშუალებას აძლევს. ფინანსური ლიბერალიზაცია ფინანსური შეზღუდვებიდან გათავისუფლების მიზანმიმართული მცდელობაა და წარმოგვიდგება, როგორც ფინანსური დისბალანსის დაფინანსების/აღმოფხვრის საშუალება.

რაც შეეხება ფინანსური ლიბერალიზაციის მოწინააღმდეგეთა შეხედულებებს, შეგვიძლია გამოვეყოთ რამოდენიმე ძირითადი კრიტიკა, რომელთა შორის ფუნდამენტურია შემდეგი მოსაზრება: დანაზოგების მოცულობა შეიძლება არ იყოს დამოკიდებული საპროცენტო განაკვეთებზე, ხოლო, თუ ეს დამოკიდებულება არსებობს, საპროცენტო სარგებლის ზრდა შეიძლება დანაზოგების შემცირებასაც კი იწვევდეს. ამ შეხედულების ასახსნელად ლიტერატურაში მოცემულია შემდეგი არგუმენტები: ა) საპროცენტო განაკვეთების ზრდას აქვს ორი ეფექტი, კერძოდ დადებითი ჩანაცვლების ეფექტი (substitution effect), რომელიც ხელს უწყობს დანაზოგების მოცულობის ზრდას და უარყოფითი შემოსავლის ეფექტი (income effect), რომელიც დანაზოგების მოცულობის საწინააღმდეგოდ მოქმედებს. ზოგიერთი ავტორი მიიჩნევს, რომ შემოსავლის უარყოფითი ეფექტი მოცულობით აღემატება ჩანაცვლების დადებით ეფექტს და მაშასადამე ჯამურად იწვევს მაღალი საპროცენტო განაკვეთების უარყოფით ეფექტს დანაზოგების მოცულობაზე. ბ) გაზრდილი საპროცენტო სარგებელი გამოიწვევს მხოლოდ დანაზოგების არსებული დონის გადანაწილებას და არ შეცვლის ჯამური დანაზოგების დონეს. გ) დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებში საპროცენტო სარგებელი დანაზოგების მოცულობაზე ვერ იქონიებს

გავლენას, რადგან დამატებითი შემოსავალი მიემართება მოხმარებისკენ და არ ზრდის დანაზოგების მოცულობას (ჰალი<sup>13</sup> 1978).

ფინანსური ლიბერალიზაციის საწინააღმდეგო სხვა არგუმენტები დაფუძნებულია კეინზის კრიტიკაზე. მთავარი განსხვავება კეინზიანელებსა და მაკინონი-შოუს ხედვებს შორის არის საპროცენტო სარგებელსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირის მექანიზმი. მაკინონი-შოუს სკოლას მიაჩნია, რომ მაღალი საპროცენტო სარგებელი ზრდის დანაზოგების მოცულობას, ინვესტიციებსა და შემოსავლებს, კეინზის სკოლის წარმომადგენლები თვლიან, რომ მაღალი საპროცენტო განაკვეთების პოლიტიკა ამცირებს დანაზოგების მოცულობას, ინვესტიციებზე და შემოსავალზე მისი უარყოფითი გავლენის გამო (ოდიამბო<sup>14</sup> 2011).

ფინანსური ლიბერალიზაციის კიდევ ერთი კრიტიკა ეფუძნება პოსტ კეინზიანურ თეორიას. რომლის თანახმადაც საბანკო კრედიტის მიწოდება არ არის ეგზოგენური, როგორც ეს განხილული აქვთ მაკინონი-შოუს სკოლის წარმომადგენლებს. პოსტ კეინზიანელები მიიჩნევენ, რომ თუ საბანკო სექტორს დამატებითი დეპოზიტების მოზიდვის გარეშე შეუძლია გაზარდოს გაცემული სესხების მოცულობა, მაშინ საპროცენტო განაკვეთების მოცულობის ზრდას ვერ ექნება გავლენა კერძო სექტორზე გაცემული მთლიანი სესხების მოცულობაზე. ასევე, მათი მოსაზრებით მაღალ საპროცენტო განაკვეთებს შეუძლიათ მხოლოდ და მხოლოდ სტაგნაციამდე მიიყვანონ ეკონომიკა. აღნიშნული ხედვის მხარდამჭერები მიიჩნევენ, რომ მაკინონი-შოუს ფინანსური ლიბერალიზაციის მოდელი არ განიხილავს ეკონომიკაში მაღალი საპროცენტო განაკვეთების უარყოფით ეფექტებს დანახარჯებზე და მოთხოვნაზე. ეს ხედვა ხაზს უსვამს, რომ ეკონომიკაში დამატებითი რესურსების არსებობისას, მაღალი საპროცენტო განაკვეთები, მხოლოდ აუარესებს შემოსავლის გადანაწილებას და ამცირებს ეკონომიკური ზრდის ტემპს. მაგრამ თუ ეკონომიკაში არის სრული დასაქმება (უმუშევრობის დონე ძალიან დაბალია), მაშინ მაღალმა საპროცენტო

---

<sup>13</sup> Hall R. E. *Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence*, *Journal of Political Economy*, 86. pp. 971-987, 1978.

<sup>14</sup> Odhiambo N. M. *The Impact of Financial Liberalisation in Developing Countries: Experiences from Four SADC Countries*, *Organisation for Social Science Research in Eastern and Southern Africa (OSSREA)*, Ethiopia, 2011.

განაკვეთებმა შეიძლება გააუმჯობესოს შემოსავლების განაწილება და შეამციროს ინფლაციური წნეხი, თუმცა აუცილებლად ეკონომიკური ზრდის წახალისება შეიძლება არ მოხდეს (ასიმაკოპოულოსი<sup>15</sup> 1986, დავიდსონი<sup>16</sup> 1986).

რაც შეეხება შტიგლიცისა და ვაისის<sup>17</sup> (1981) კრიტიკას: რადგან ფინანსური ბაზრები მიდრეკილნი არიან საბაზრო ჩავარდნისკენ (market failures), მთავრობის ჩარევის რაღაც ფორმა უნდა არსებობდეს ამ მარცხების თავიდან ასაცილებლად. ავტორების მოსაზრებით მთავრობის ჩარევა უნდა მოხდეს საპროცენტო განაკვეთების წონასწორულზე დაბალ დონეზე შენარჩუნების მიმართულებით (შტიგლიცი<sup>18</sup>, 1994).

ეკონომიკურ განვითარებაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენის შეფასებისთვის განხორციელებულია საკმაოდ დიდი რაოდენობით ემპირიული კვლევა. აღნიშნული ტიპის ნაშრომები შეგვიძლია განვასხვაოთ გამოყენებული მოდელების, განსახილველი ქვეყნების და შესასწავლი დროის ინტერვალის მიხედვით. თუმცა, რამდენად აქვს ფინანსურ ლიბერალიზაციას გავლენა ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაზე ინვესტიციების მოცულობის ან მათი ეფექტიანობის ზრდის, ექსპორტის ლიბერალიზაციის და თავისუფალი კაპიტალის მოძრაობის ზრდის მეშვეობით არის კითხვები, რომელიც ბოლო დროს აქტუალური გახდა ემპირიულ ლიტერატურაში.

უკანასკნელი ათწლეულის განმავლობაში მომხდარი ფინანსური და აგრეგირებული მოთხოვნის ძლიერმა კრიზისებმა ცხადად გამოავლინა ფინანსური და რეალური სექტორების მჭიდრო კავშირი. შესაბამისად, ბოლო პერიოდში, ფინანსური ლიბერალიზაციის და რეალური სექტორის კავშირის მექანიზმის შესწავლაც აქტიურად დაიწყო. მსგავსი ტიპის ლიტერატურა სამ ნაწილად შეიძლება გავეყოთ: პირველი, რომელიც შეისწავლის ეკონომიკურ ზრდაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენას კაპიტალის მოძრაობის ლიბერალიზაციის

---

<sup>15</sup> Davidson, P. *Finance, funding, saving and investment. Journal of PostKeynesian Economics* 9 (1): 101-110, 1986.

<sup>16</sup> Asimakopoulou, A. *Finance, liquidity, savings and investment. Journal of Post-Keynesian Economics* 9 (1): 79-90, 1986.

<sup>17</sup> Stiglitz, J. E., and A. Weiss. *Credit rationing in markets with imperfect information. American Economic Review* 71(June): 393-410, 1981.

<sup>18</sup> Stiglitz J. E. *The role of the state in financial markets, Washington, D.C.: The World Bank, 1994.*

არხით, მეორე - საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაციის არხით, და მესამე ეკონომიკურ ზრდაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენას გლობალური ფინანსური კრიზისების გადადინების ეფექტების განხილვის გზით.

მოცემული სადოქტორო ნაშრომის მთავარ მიზანს საქართველოს ეკონომიკაზე სწორედ აღნიშნული სამი ფაქტორის გავლენის შესწავლა წარმოადგენს. ნაშრომში დასმულ კითხვებზე ეკონომეტრიკული ანალიზის შედეგების მეშვეობით გაცემული პასუხები და შეფასებული ჰიპოთეზები შესაბამისობაში იქნება თანამედროვე კვლევის საკითხებთან და საკვლევი ჰიპოთეზების შესამოწმებლად გამოყენებულ უახლეს ემპირიულ მეთოდოლოგიასთან.

ფინანსური ლიბერალიზაციის დადებითი გავლენა კაპიტალის მოძრაობასა და განსაკუთრებით განვითარებად ქვეყნებში ინვესტიციების შედინების მოცულობაზე ბევრ ნაშრომშია ხაზგასმული. მსოფლიო ბანკის 2005 წლის ანგარიშში ნაჩვენებია, რომ საპროცენტო განაკვეთების ლიბერალიზაცია ზრდის დანახოების და ინვესტიციების მოცულობას. აგრაგალმა<sup>19</sup> (2000) თავის ნაშრომში „საპროცენტო სარგებელი და ინვესტიციები აღმოსავლეთ აზიაში“ ოთხი შესწავლილი ქვეყნისთვის დაადგინა, რომ მაღალი საპროცენტო განაკვეთები (9%-მდე) ასოცირებული იყო ინვესტიციების გაზრდილ მოცულობასთან, მაგრამ როგორც კი საპროცენტო სარგებელი გადააჭარბებდა 9%-ს დადებითი კავშირი საპროცენტო განაკვეთებსა და ინვესტიციების მოცულობას შორის განხილული ოთხი ქვეყნიდან ორში ქრებოდა.

ზემოთმოყვანილი ნაშრომების საწინააღმდეგოდ არსებობს საკმარისი რაოდენობა კვლევებისა, რომლებიც ეწინააღმდეგებიან ფინანსურ ლიბერალიზაციასა და ინვესტიციების მოცულობას შორის დადებით კავშირს. მაგალითად, ლევისი<sup>20</sup> (1992) მიიხნევს, რომ დეპოზიტორებისთვის გადახდილი საპროცენტო სარგებლის ზრდასთან ერთად უნდა გაიზარდოს საბანკო სექტორიდან გასესხების განაკვეთიც, რომ ბანკებმა არ მიიღონ დანაკარგები. გასესხებაზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდა კი თავის მხრივ უარყოფით

<sup>19</sup> Agrawal, P. *Savings, investment and growth in South Asia*. India Gandhi Institute of Development Research, India, 2000.

<sup>20</sup> Lewis, J. *Financial repression and liberalisation in a general equilibrium model with financial markets*. *Journal of Policy Modelling* 14: 135-166, 1992.

გავლენას მოახდენს ინვესტიციების მოცულობაზე. ნაშრომში მიღებული შედეგების თანახმად გასესხებაზე მაღალი საპროცენტო განაკვეთის უარყოფითი ეფექტი ინვესტიციებზე, აჭარბებს დეპოზიტებზე მაღალი საპროცენტო სარგებლის დადებით ეფექტს დანაზოგებზე.

ანალოგიური შედეგი მიიღო მორისეტმა<sup>21</sup> (1993) 1961-1981 პერიოდის მონაცემებზე დაყრდნობით, არგენტინისთვის განხორციელებულ კვლევაში, რომლის თანახმადაც კერძო ინვესტიციების მოცულობა არ პასუხობს საპროცენტო განაკვეთების მოძრაობას არგენტინაში. ასევე, ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენა მნიშვნელოვანი იყო არა ინვესტიციების მოცულობის ზრდაზე არამედ ინვესტიციების ხარისხის/ეფექტიანობის მაჩვენებელზე.

ბანცივენგა და სმიტის<sup>22</sup> (1991) და რენელტი და ლევისის<sup>23</sup> (1992) მიერ ჩამოყალიბებულ თეორიულ მოდელებში ნაჩვენებია, რომ ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად მიღებული სარგებელი განპირობებულია ინვესტიციების ეფექტიანობის ზრდით ვიდრე მათი მოცულობით. ანალოგიური დასკვნა არის მოცემული გრეგორიო და გუიდოტის<sup>24</sup> (1995) ნაშრომში, რომლის თანახმადაც ფინანსური ლიბერალიზაციის ცვლადსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის დადებითი კორელაციის 75% განპირობებულია ინვესტიციების ეფექტიანობის ზრდით, ვიდრე მოცულობის მატებით.

ფინანსური ლიბერალიზაციის დადებითი შედეგები ასევე ნაჩვენებია მიკრო (ფირმების) დონის მონაცემთა ბაზის გამოყენებით განხორციელებულ ემპირიულ კვლევებში. მაგალითად, ეკვადორის შემთხვევაში ჯარამილო და სხვები<sup>25</sup> (1992), ამტკიცებენ, რომ სხვა თანაბარ პირობებში, ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად მნიშვნელოვნად გაიზარდა ინვესტიციები ტექნოლოგიურად მოწინავე

---

<sup>21</sup> *Morisset, J. Does financial liberalisation really improve private investment in developing countries? Journal of Development Economics 40 (February): 133-150, 1993.*

<sup>22</sup> *Bencivenga, V.R., and B. D. Smith. Financial intermediation and endogenous growth. Review of Economic Studies 58: 195-209, 1991.*

<sup>23</sup> *Renelt, D., and R. Levine. A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. American Economic Review 82 (4), 942-963, 1992.*

<sup>24</sup> *Gregorio J. Guidotti P.E. Financial development and economic growth, World Development, Vol. 23, Iss. 3, pp. 433-448, 1995.*

<sup>25</sup> *Jaramillo, F., F. Schiantarelli, and A. Weiss. The effect of financial liberalisation on the allocation of credit: Panel data evidence for Ecuador. Policy research working papers, WPS 1092, the World Bank, 1992.*

კომპანიებში. ასევე, ადგილი აქვს შედარებით მცირე ზომის კომპანიებიდან დიდი ზომის ფირმებში ინვესტიციების გადადინების ეფექტსაც. ავტორებს მოჰყავთ ეკვადორის ეკონომიკური ისტორიის მოკლე მიმოხილვა, რომლის თანახმად ფინანსური ლიბერალიზაციის პროცესამდე ხდებოდა მცირე ზომის კომპანიების სუბსიდირება და ამ მხრივ დიდი ზომის კომპანიები არათანაბარ პირობებში იყვნენ. თუმცა, ლიბერალიზაციის შემდეგ კაპიტალის გადადინება სწორედ დიდი კომპანიების მიმართულებით დაიწყო და დაირღვა ის ხელშეწყობის პროცესი, რაც ლიბერალიზაციამდე იყო და რაც რეალურად იწვევდა კაპიტალის არაეფექტიან/ხელშეწყობის მიმართულებას მცირე ზომის კომპანიებში.

კორეის მაგალითზე ატიასი<sup>26</sup> (1992) აჩვენებს, რომ ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად მცირე ზომის ფირმებმა მიიღეს გაუმჯობესებული წვდომა ფინანსურ რესურსებზე. მსგავს ნაშრომში გელოსი<sup>27</sup> (1997) ეკონომეტრიკული მოდელის გამოყენებით იღებს შედეგს, რომლის თანახმადაც ფინანსურმა ლიბერალიზაციამ გამოიწვია მცირე ზომის კომპანიებისთვის ფინანსურ რესურსებზე წვდომის შეზღუდვის მოხსნა.

ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად ინვესტიციების ეფექტიანობის ზრდის შესახებ საკმაოდ მნიშვნელოვანი და დიდი მოცულობის ლიტერატურაა ხელმისაწვდომი. მაგრამ ამ მიმართულებითაც არის აზრთა სხვადასხვაობა. დე გრეგორიო<sup>28</sup> (1992) ფინანსური ლიბერალიზაციის საწინააღმდეგო არგუმენტად ასახელებს კომერციული ბანკების მიერ მაღალრისკიანი და გაუმართლებელი სესხების გაცემას. რეგულაციების მოხსნის შედეგად კომპანიებმა გაზარდეს თავიანთი ვალდებულებები და კომერციულმა ბანკებმაც გასცეს მაღალრისკიანი სესხები. კაპოღლუ<sup>29</sup> (1990) თურქეთში ფინანსური ლიბერალიზაციის ეფექტის შესწავლისას პოულობს ინვესტიციების ძალიან მცირე ეფექტიანობის ზრდას.

---

<sup>26</sup> Atiyas, I. *Financial reform and investment behaviour in Korea: Evidence from panel data*. Development Economics Department, World Bank, Washington, D.C., 1992.

<sup>27</sup> Gelos, G. *How did financial liberalisation in Mexico affect investment? Evidence from the manufacturing sector*. Department of Economics, Yale University, 1997.

<sup>28</sup> De Gregorio, J. *Economic growth in Latin America*. *Journal of Development Economics* 39 (1): 58-84, 1992.

<sup>29</sup> Capoglu, G. *The effect of financial liberalisation on the efficiency of the Turkish financial system: 1980-88*. A paper presented at the EEA conference, Lisbon, 1990.

ლიბერალიზაციის ძლიერი ტალღის მიუხედავად ეკონომისტებს შორის კვლავ აქტიურად მიმდინარეობს დებატები სავაჭრო ლიბერალიზაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის არსებული კავშირების საკითხზე. ემპირიულ ლიტერატურაში მიღებული შედეგები ხშირად აჩვენებს, რომ შედარებით ლიბერალური სავაჭრო სისტემის მქონე ქვეყნებში, გრძელვადიან პერიოდში, უკეთესი ეკონომიკური ზრდა ფიქსირდება. თუმცა, აღნიშნული ემპირიული შედეგი ხშირად კითხვის ნიშნის ქვეშ დგას შემდეგი ორი ძირითადი მიზეზის გამო: ერთის მხრივ, ჯერ კიდევ არ არის ჩამოყალიბებული საბოლოო მიდგომა ვაჭრობის ლიბერალიზაციის საზომთან დაკავშირებით. მეორეს მხრივ, გავლენის შეფასების მეთოდოლოგია, საბოლოო ფორმით ეკონომისტ-მკვლევარებს შორის არ არის შეთანხმებული.

ამ ნაშრომის ერთ-ერთი მიზანია, საქართველოს შემთხვევისთვის, შეიმუშაოს სავაჭრო ლიბერალიზაციის ცვლადი, როგორც ფინანსური ლიბერალიზაციის ერთ-ერთი კომპონენტი და ეკონომეტრიკული მოდელების გამოყენებით შეაფასოს სავაჭრო ლიბერალიზაციის არხით ეკონომიკურ ზრდაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენა.

კრუგმანი<sup>30</sup> (1990) თავის ცნობილ ნაშრომში აჯამებს ვაჭრობის ლიბერალიზაციის შედეგებს და განმარტავს, რომ მცირე ზომის განვითარებად ქვეყნებს ახასიათებთ შრომანტენსიური წარმოების პროცესისკენ მიდრეკილება. ასეთ ქვეყნებს აქვთ ერთ სულ მოსახლეზე დაბალი მთლიანი შიდა პროდუქტი და ხასიათდებიან ბაზრის მცირე ზომით. შესაბამისად, მცირე მოთხოვნისა და წარმოების მოცულობის გამო კომპანიები ვერ ავითარებენ მასშტაბის ეკონომიურობის ეფექტს. ლიბერალიზებული სავაჭრო რეჟიმები ეხმარება ასეთი ქვეყნის მწარმოებლებს იპოვონ ახალი გასაღების ბაზრები და გაიტანონ საკუთარი პროდუქცია ქვეყნის ფარგლებს გარეთ. რაც თავის მხრივ დაბალხარჯიან ადგილობრივ მწარმოებლებს შესაძლებლობას მისცემს გაზარდონ წარმოება და გამოიყენონ მასშტაბის ეკონომიურობის ეფექტი.

---

<sup>30</sup> *Krugman P. "Increasing Returns and Economic Geography," NBER Working Papers 3275, National Bureau of Economic Research, Inc. 1990.*

ლიტერატურაში არსებული ურთიერთსაწინააღმდეგო შეხედულებების მიუხედავად ავტორების ძირითადი ნაწილი იზიარებს ვაჭრობის ლიბერალიზაციის დადებითი შედეგების შესახებ შეხედულებას. წლების განმავლობაში სინგაპურის, ტაივანის, ჰონ-კონგის და სამხრეთ კორეის ფენომენალურმა ზრდის მაჩვენებლებმა, ასევე უკანასკნელ პერიოდში ჩინეთისა და ინდოეთის გიგანტური ეკონომიკების მაღალმა ეკონომიკურმა ზრდამ ცხადად აჩვენა პრაქტიკაში ფინანსური ლიბერალიზაციის დადებითი შედეგები.

1990-2000 წლების პერიოდში ჩატარებულმა ემპირიულმა კვლევებმა აჩვენა კონკრეტული თეორიული დასაბუთებები ეკონომიკურ ზრდაზე საერთაშორისო ვაჭრობის დადებითი გავლენის შესახებ. აღნიშნული შეხედულება იმ პერიოდის ზოგად დასკვნად იქცა, მაგრამ 2000 წელს როდრიკისა და როდრიგესის მიერ შექმნილმა კრიტიკულმა ნაშრომმა სახელწოდებით: “Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic’s Guide to the Cross-National Evidence”<sup>31</sup> კითხვისნიშნის ქვეშ დააყენა წინა ათწლეულის შეფასებები. ავტორები აკრიტიკებდნენ ვაჭრობის ლიბერალიზაციის ცვლადის შეფასებას და ეჭვქვეშ აყენებდნენ გამოყენებულ მეთოდოლოგიას. აღნიშნულმა კრიტიკამ კვლავ განაახლა ეკონომიკურ ზრდაზე ვაჭრობის ლიბერალიზაციის გავლენის შესწავლის საკითხი.

კროიგერი და ბერგი<sup>32</sup> (2003) იზიარებენ როდრიკისა და როდრიგესის მოსაზრებას 1990-2000 წლებში არსებული კვლევების მეთოდოლოგიური პრობლემების შესახებ, მაგრამ ასევე აღნიშნავენ, რომ ეკონომეტრიკული და ვაჭრობის ლიბერალიზაციის ცვლადის შეფასების პრობლემები არ არის ვაჭრობის ლიბერალიზაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის არსებული დადებითი კავშირის უარყოფის საფუძველი.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ამ ნაშრომში საერთაშორისო ვაჭრობის ლიბერალიზაციის ეფექტის შეფასება განხორციელდება საგარეო მოთხოვნის ცვლადის გამოყენებით. საგარეო მოთხოვნის ცვლადი განისაზღვრება საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების (ამერიკის შეერთებული

---

<sup>31</sup> *Rodriguez, F., & Rodrik, D. Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic’s Guide to the Cross-National Evidence. NBER Working Paper No. 7081, 2000.*

<sup>32</sup> *Krueger, A., & Berg, A. Trade, Growth and Poverty: A Selective Survey. IMF Working Paper No. 03/30, 2003.*



შტატები, რუსეთი, უკრაინა, აზერბაიჯანი, სომხეთი, თურქეთი, ევროკავშირი და ჩინეთი) შეწონილი მთლიანი შიდა პროდუქტის ჯამით. წონები აღებულია 2010-2015 წლების ინტერვალში საქართველოდან აღნიშნულ ქვეყნებში განხორციელებული ექსპორტის წილის მიხედვით (იხ. თავი II. ფინანსური ლიბერალიზაცია და გლობალური ფინანსური კრიზისები).

ლიტერატურაში ხშირად დასახელებული ენდოგენურობის პრობლემა, რომელიც ვაჭრობის ლიბერალიზაციის ცვლადის გარკვეულ შეფასებებს შესაძლოა ქონდეს, აქ მოცემული სადოქტორო ნაშრომის შემთხვევაში პრობლემას არ წარმოადგენს, რადგან საგარეო მოთხოვნის ცვლადი ისე არის შედგენილი, რომ მას საქართველოს ეკონომიკურ ზრდასთან ენდოგენურობის პრობლემა არ ქონდეს. გარდა ამისა ეკონომეტრიკული შეფასებისას გამოყენებული ვექტორული ავტორეგრესიის (VAR) მოდელი შესასწავლ ცვლადებს სიმეტრიულად განიხილავს და ამ ტიპის მოდელს ენდოგენურობის პრობლემა არ აქვს.

განვითარებულ ქვეყნებში დაწყებული საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების დანარჩენ სამყაროზე გადაღინების ეფექტების შეფასება აქტიურად დაიწყო 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ. კონკრეტულ განვითარებად ქვეყანაზე კრიზისის უარყოფითი ეფექტის გადაცემის მექანიზმიც და გავლენის სიმძლავრეც დამოკიდებულია საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე ამ ქვეყნის ინტერგრაციის დონესა და რეალური და ფინანსური სექტორების მოწყვლადობის ხარისხზე. შესაბამისად, კრიზისის გადაცემის მექანიზმები შეიძლება რეალური და ფინანსური სექტორის გავლით წარმოიშვას.

რეალური სექტორის გავლით წარმოქმნილ გავლენაზე ზემოთ უკვე იყო საუბარი. დამატებით, შეიძლება ითქვას, რომ ყველაზე ხშირად განხილვადი ფაქტორი არის ვაჭრობის არხით კრიზისის უარყოფითი ეფექტის გადაცემა. თუ ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში განვითარდა კრიზისი ამ ქვეყანაში იმპორტირებულ საქონელზე მოთხოვნის მოულოდნელი კლების შედეგად ექსპორტიორი ქვეყანა სწრაფად განიცდის სავაჭრო ბალანსის გაუარესებას, რაც, თავის მხრივ, უარყოფითად აისახება რეალურ ეკონომიკაზე (ეკონომიკური ზრდაზე და დასაქმებაზე უარყოფითი გავლენის გზით). ასევე, შესაძლებელია

სავაჭრო არხით კრიზისის გადაცემა, როდესაც ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის მნიშვნელოვანი გაუფასურება ხდება. გლიქი და როუზი<sup>33</sup> (1998) საერთაშორისო ვაჭრობის ტენდენციების მეშვეობით ხსნიან კრიზისის დროს ქვეყნებს შორის არსებულ გაცვლითი კურსების კორელაციას.

სავაჭრო კავშირების არსებობა გვეხმარება მჭიდროდ დაკავშირებულ ქვეყნებს შორის კრიზისის გადადინების ეფექტის ანალიზის პროცესში, მაგრამ, კრიზისის გადაცემის ეს არხი ვერ პასუხობს, მაგალითად 1990-იან წლებში რუსეთსა და ბრაზილიას შორის არსებულ კრიზისის გადადინების ფაქტს. ასეთ შემთხვევაში ფინანსური კავშირები შესაძლოა უფრო კარგად ხსნიდეს კრიზისის გადაცემის მექანიზმს. კამინსკი და რეინჰარტი<sup>34</sup> (2001) აღნიშნავენ, რომ რამოდენიმე ქვეყნისთვის ან კონკრეტული რეგიონისთვის კრიზისის გადაცემის წყარო შესაძლოა იყოს საერთაშორისო ფინანსურ ბაზარზე საერთო გამსესხებლის არსებობა, როგორც ეს ბოლო ფინანსური კრიზისების დროს დაფიქსირდა. საერთაშორისო ფინანსურმა ინსტიტუტებმა და განვითარებულ ქვეყნებში არსებულმა ბევრმა კერძო გამსესხებელმა კრიზისის დროს თავი შეიკავეს განვითარებადი ქვეყნებისთვის ფინანსური რესურსების მიწოდებისგან, რამაც გააღრმავა აღნიშნულ ქვეყნებში უკვე დაწყებული კრიზისების ეპიზოდები.

ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გართულების გარდა გლობალურ და რეგიონალურ ფინანსურ კრიზისებს ხშირად მივყავართ მსოფლიო მასშტაბით პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ნაკადების კოლაფსამდე. 2007 წელს ახალი ისტორიული მაქსიმუმის მიღწევის შემდეგ (2 ტრილიონი აშშ დოლარი), 2008 წელს მსოფლიოს მასშტაბით განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობა 14%-ით დაეცა. აღნიშნული კლება ძირითადად განპირობებული იყო 2008 წელს განვითარებად ქვეყნებში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შედინების 30%-იანი შემცირებით.

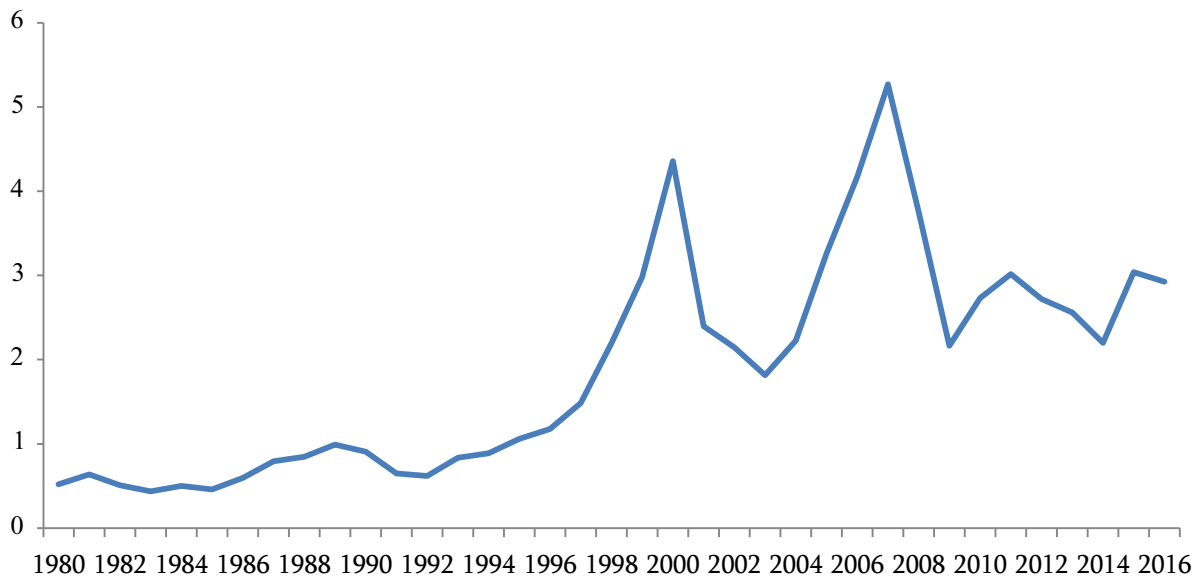
განვითარებულ ქვეყნებში შედინებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობა კი 2008 წელსაც აგრძელებდა ზრდას (ზრდა 17%).

<sup>33</sup> Glick R. and A.K. Rose, "Contagion and trade: Why are currency crises regional?," *Journal of International Money and Finance*, vol. 18(4), pp. 603-617, 1999.

<sup>34</sup> Kaminsky, G. and C. Reinhart, "Financial Markets in Times of Stress," *NBER Working Paper*, No. 8569, 2001.

2009 წელს მსოფლიო ფინანსური ინვესტიციების მოცულობის კლება კიდევ უფრო გაძლიერდა და წინა წელთან შედარებით 30%-ით შემცირდა. განვითარებად ქვეყნებში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შედინების შემცირება 44%-ს შეადგენდა. ამჯერად 2009 წელს ინვესტიციების კლება განვითარებულ ქვეყნებშიც დაფიქსირდა და ამ მაჩვენებლის შემცირებამ 24% შეადგინა.

**გრაფიკი №1. განვითარებად ქვეყნებში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების წმინდა შედინებები, (% მშპ-ში)**



წყარო: მსოფლიო ბანკი, <https://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.WD.GD.ZS>

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გლობალური ნაკადების შემცირება მრავალი ფაქტორით იყო გამოწვეული, რომელთაგან გლობალური ფინანსური კრიზისის გარდა გამოსაყოფია: მსოფლიო მასშტაბით კორპორაციათა მომგებიანობის კლება, საფონდო ბაზრების კრიზისი, საკრედიტო ხარჯის ზრდის გამო დაფინანსების წყაროების შემცირება და მსოფლიო მოთხოვნის კლება.

აზიის კრიზისისგან განსხვავებით, რომლის დროსაც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების კლებასთან ერთად მნიშვნელოვნად შემცირდა პორტფელური ინვესტიციებიც, გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს პორტფელური ნაკადების მსგავს კლებას ადგილი არ ქონია. აღნიშნული ტიპის ინვესტიციების კლება 2008 წლის მეორე ნახევარში დაიწყო, არ გამოირჩეოდა მაღალი მერყეობით და ზრდის ტენდენციას 2009 წელს დაუბრუნდა. თუმცა ისიც უნდა

აღინიშნოს, რომ 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის სხვა კრიზისებთან შედარება განსხვავებული მასშტაბებისა და წარმოშობის გზების გამო სრულ სურათს ვერ მოგვცემს. გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მკვეთრმა შემცირებამ აჩვენა, რომ კაპიტალის მოძრაობის ეს წყარო საკმაოდ არასტაბილურია.

რაც შეეხება ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენას ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე, ამ მიმართულებით ლიტერატურის სამი ჯგუფი შეგვიძლია გამოვყოთ: პირველი ჯგუფი ამტკიცებს, რომ ფინანსური სექტორის განვითარება იწვევს ეკონომიკურ ზრდას (supply-leading response), მეორე ჯგუფის მოსაზრებით ეკონომიკური ზრდა იწვევს ფინანსური სექტორის განვითარებას (demand-following response), ხოლო მესამე ჯგუფის მოსაზრებით ეკონომიკური ზრდა და ფინანსური სექტორის განვითარება ორმხრივად იწვევენ ერთმანეთის განვითარებას (bi-directional causal relationship).

პირველი შეხედულების მხარდასაჭერად, რაჯანი და ზინგალესი<sup>35</sup> (1998) თავიანთ ნაშრომში ამტკიცებენ, რომ ფინანსური სექტორის განვითარება აძლიერებს ეკონომიკურ ზრდას, გარე ფინანსური რესურსების მოზიდვის გაადვილების ხარჯზე. კერძოდ, აღნიშნული კვლევის თანახმად ინდუსტრიული სექტორები, რომლებიც უფრო მეტად საჭიროებენ გარე წყაროებიდან მოზიდულ ფინანსურ რესურსებს ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში ვითარდებიან უფრო სწრაფად. ქსუ<sup>36</sup> (2000) მხარს უჭერს ამ იდეას და თავის ნაშრომში ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის (VAR) გამოყენებით პოულობს მტკიცებულებას, რომლის თანახმად ფინანსური სექტორის განვითარება იწვევს ეკონომიკურ ზრდას.

ზემოთმოცემული მოსაზრების საწინააღმდეგოდ, არსებობს კვლევები რომლებიც ამტკიცებენ, რომ ეკონომიკური ზრდა გრანგერ იწვევს (Granger

---

<sup>35</sup> Rajan, R., and L. Zingales. *Financial dependence and growth. American Economic Review* 88 (3): 559-586, 1998.

<sup>36</sup> Xu, Z. *Financial development, investment and economic growth. Economic Inquiry* 38(2): 331 – 344, 2000.

causality) ფინანსური სექტორის განვითარებას. შანი<sup>37</sup> და სხვები (2001) ცხრა ეკონომიკური თანამშრომლობის და განვითარების ორგანიზაციის (OECD) წევრი ქვეყნისა და ჩინეთის მაგალითზე ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის (VAR) საფუძველზე ასკენიან, რომ ფინანსური სექტორის ლიბერალიზაცია და განვითარება გამოსაკვლევი ქვეყნებისთვის არ წარმოადგენს ეკონომიკური ზრდისათვის მნიშვნელოვან ფაქტორს. ოდიამბო<sup>38</sup> (2003) იყენებს სამხრეთ აფრიკაში ფინანსური სექტორის განვითარების სამ “მიახლოებით ცვლადს” (“ფროქსის”), ეკონომიკური ზრდისთვის კი მშპ-ს ერთ სულ მოსახლეზე და ასკენის, რომ ეკონომიკური ზრდა ხელს უწყობს ფინანსური სექტორის განვითარებას (მოთხოვნით გამოწვეული დამოკიდებულება). ზანგი და კიმი<sup>39</sup> (2007) აღმოსვლეთ აზიის ქვეყნების პანელური მონაცემთა ბაზისთვის იყენებენ სიმს გევეკის “ქოზალითი ტესტს” (causality test), რომლის თანახმად განსახილველი ქვეყნებისთვის არ ფიქსირდება დადებითი კავშირი ფინანსური სექტორის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. საწინააღმდეგოდ, ავტორებმა იპოვეს კავშირი ეკონომიკურ ზრდასა და ფინანსური სექტორის განვითარებას შორის.

არსებობს საკმაოდ დიდი მოცულობის ლიტერატურა, რომელიც ამტკიცებს რომ ფინანსური სისტემის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის დამოკიდებულება ორმხრივია. მაგალითად, ჩუაჰი და ტაი<sup>40</sup> (2004) კუვეიტის, არაბთა გაერთიანებული საემიროების, ბაჰრეინის, ომანის, ყატარისა და საუდის არაბეთის მაგალითზე სწავლობენ აღნიშნულ დამოკიდებულებას ვექტორული ავტორეგრესიის (VAR) მოდელის გამოყენებით. განხილული ექვსი ქვეყნიდან ხუთისთვის შედეგი აჩვენებს ფინანსური სისტემის განვითარებასა და ეკონომიკურ

---

<sup>37</sup> Shan, J., A. Morris, and F. Sun. *Financial development and economic growth: An egg-and-chicken problem? Review of International Economics* 9: 443-54, 2001.

<sup>38</sup> Odhiambo, N. M. *Interest rate reforms and investment efficiency: The case of two sub-Saharan African countries. Savings and Development Quarterly* 27(3):317-335, 2003.

<sup>39</sup> Zang, H., and Y. C. Kim. *Does financial development precede growth? Robinson and Lucas might be right. Applied Economics Letters* 14: 15-19, 2007.

<sup>40</sup> Chuah, H. L., and V. Thai. *Financial development and economic growth: Evidence from causality tests for the GCC countries. IMF Working Paper*, 2004.

ზრდას შორის ორმხრივ დამოკიდებულებას. კარი და პენტეკოსტი<sup>41</sup> (2000) თავიანთ ნაშრომში ასევე შეისწავლიან აღნიშნული ორი ცვლადის ურთიერთდამოკიდებულებას თურქეთის მაგალითზე. ფინანსური სექტორის განვითარების ყველა ასპექტის მოსაცვლელად ავტორები ანალიზისას იყენებენ სხვადასხვა სპეციფიკაციას-ფინანსური ლიბერალიზაციის ცვლადის ხუთ მიახლოებას (“ფროქსის”). “Granger causality” ტესტი აჩვენებს, რომ ცვლადებს შორის კავშირი დამოკიდებულია იმაზე, თუ რომელი ფროქსი (ფინანსური ლიბერალიზაციის ცვლადის მიახლოება) იქნება გამოყენებული ფინანსური სექტორის განვითარების დონის გასაზომად, მაგრამ ყველა სპეციფიკაციის შემთხვევაში ეკონომიკური განვითარება უფრო იწვევს ფინანსური სექტორის ზრდას ვიდრე პირიქით.

ფინანსური ლიბერალიზაციის მხარდასაჭერად არსებული მნიშვნელოვანი ლიტერატურის მიუხედავად, ბოლო პერიოდში გაიზარდა ლიბერალიზაციის უარყოფითი მხარეების გამოვლენის მიზნით განხორციელებული კვლევები, რომლებიც აჩვენებენ განსხვავებული ფინანსური ინფრასტრუქტურის მქონე ქვეყნებისთვის ფინანსური ლიბერალიზაციის განსხვავებულ შედეგს. ამიტომ, როგორც ზემოთ ვნახეთ, აღნიშნული საკითხი კონკრეტული ქვეყნისთვის ემპირიული ანალიზის საკითხს წარმოადგენს. მოცემულ სადოქტორო ნაშრომში საქართველოს ეკონომიკაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენის დასადგენად სწორედ მსგავსი ემპირიული ანალიზის განხორციელება იგეგმება, რომელიც რეალურად გაზომავს საქართველოს ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკურ შედეგებს.

ფინანსური ლიბერალიზაციის გაზომვა საკმაოდ რთული საკითხია მისი მრავალმხრივი და ფრაგმენტირებული ბუნებიდან გამომდინარე. გარდა ამისა, ფინანსური ლიბერალიზაციის რაოდენობრივი გამოხატვა ყოველთვის გულისხმობს გარკვეული სუბიექტურობის არსებობას. შესაბამისად, ნაშრომებში განიხილება ფინანსური ლიბერალიზაციის კონკრეტული ქვეყნისთვის აქტუალური მხარე.

---

<sup>41</sup> Kar, M., and E. J. Pentecost. *Financial development and economic growth in Turkey: Further evidence on the causality issue. Economic research paper No.00/27, Department of Economics, Loughborough University, 2000.*

მსგავსი მიდგომაა ამ სადოქტორო ნაშრომშიც და ფინანსური ლიბერალიზაციის ეფექტის შესაფასებლად განხილულია საგარეო ვაჭრობის გახსნილობის, კაპიტალის მოძრაობის, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსისა და გლობალური ფინანსური კრიზისების გავლენები. მოგეხსენებათ, ბოლო წლების განმავლობაში (განსაკუთრებით ბოლო ათწლეულში) განვითარებული კრიზისების ფონზე ჩვენს ქვეყანაში აქტიურად განიხილება ძირითადი ინვესტორი და სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური შენელების, კაპიტალის შემოდინების შემცირების, ვალუტის გაცვლითი კურსის მერყეობისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე. შესაბამისად მოცემული სადოქტორო კვლევის მიზანს აღნიშნული ფაქტორების საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შესწავლა წარმოადგენს.

## 1.2 კაპიტალის მოძრაობა

90-იანი წლების დასაწყისიდან G7-ის ქვეყნები, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი და მსოფლიო ბანკი აქტიურად მუშაობდნენ მრავალ გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყანასთან კაპიტალის კონტროლის გაუქმების მიმართულებით, მათ შორის იყო საქართველო და საბჭოთა სივრციდან გამოსვლის შემდეგ, ეტაპობრივად, ჩვენს ქვეყანაში კაპიტალის კონტროლის გაუქმება მოხდა.

ერთ-ერთ თავის გამოსვლაში მექსიკის ცენტრალური ბანკის ხელმძღვანელმა აგუსტინ კარსტენსმა აღნიშნა: “მე მაქვს მხოლოდ რვა წამი დარჩენილი კაპიტალის კონტროლზე სასაუბროდ, მაგრამ არაუშავს, მეტი დრო არც მჭირდება, რადგან უნდა გითხრათ, რომ კაპიტალის კონტროლი არ მუშაობს, ჩვენ არ ვიყენებთ მას, და არც ვინმეს მივცემთ რეკომენდაციას კაპიტალის კონტროლის მექანიზმს მიმართოს”<sup>42</sup>.

თანამედროვე მსოფლიოში კაპიტალის კონტროლი უარყოფით ღონისძიებად აღიქმება. მიუხედავად იმისა, რომ განსაკუთრებით ბოლო გლობალური ფინანსური კრიზისის ფონზე, ხშირად განიხილავენ კაპიტალის კონტროლის დადებით როლს საერთაშორისო ფინანსური ნაკადების რისკის მართვის პროცესში. კაპიტალის კონტროლის მექანიზმის “ცუდი რეპუტაციის” შესასწავლად გადავხედოთ კაპიტალის გლობალური მოძრაობის მოკლე ისტორიულ მიმოხილვას.

კაპიტალის შემოდინების და გადინების, ისევე როგორც ექსპორტისა და იმპორტის შეზღუდვას, საკმაოდ დიდი ისტორია აქვს. აღნიშნულს ადასტურებს ვალუტის გაცვლის კონტროლის მექანიზმების არსებობა ძველ სპარტასა და ეგვიპტეში<sup>43</sup>. ბრეტონ ვუდსის ერის საწყის წლებში კაპიტალის კონტროლი მნიშვნელოვნად იყო წარმოდგენილი განვითარებულ ქვეყნებში და უმეტესად კაპიტალის გადინებაზე. კაპიტალის შემოდინების კონტროლი ძირითადად ხდებოდა ე.წ. სახელმწიფო სტრატეგიულ ინდუსტრიებში უცხოური საკუთრების

<sup>42</sup> აგუსტინ კარსტენსის მოხსენება, მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გადახედვის მესამე საერთაშორისო კონფერენცია, <http://www.imf.org/external/mmedia/view.aspx?vid=4176918093001>

<sup>43</sup> Einzig P. *The History of Foreign Exchange by Paul Einzig*, Palgrave Macmillan, 1970.



შეზღუდვის მიზნით. სპეკულაციური კაპიტალის ნაკადებისგან დაცვის აღნიშნული პრევენციული მიდგომა მოგვიანებით განვითარებული ქვეყნების განგრძობით პოლიტიკად იქცა.

1961 წელს ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაციის (OECD) მიერ მიღებული კაპიტალის მოძრაობის ლიბერალიზაციის წესები მოკლევადიან კაპიტალის მოძრაობას ათავისუფლებდა ლიბერალიზაციის ვალდებულებისგან. განვითარებულ ქვეყნებში ლიბერალიზაციის პროცესი ინტენსიურად 1970 წლიდან დაიწყო და აქტიურ ფაზაში 1980-იან წლებში გადავიდა. კომერციული აქტივობების გლობალიზაციამ კაპიტალის მოძრაობის ლიბერალიზაციის პროცესი კიდევ უფრო დააჩქარა. გარდა ამისა, ამერიკის შეერთებული შტატების, გაერთიანებული სამეფოსა და სხვა დასავლეთ ევროპის ქვეყნების მისწრაფებებმა გამხდარიყვნენ მსოფლიოს ფინანსური ცენტრები ეტაპობრივად კაპიტალის მოძრაობაზე ბარიერების მოხსნას შეუწყო ხელი.

2008 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე კაპიტალის მოძრაობაზე კონტროლის დაწესების ნებისმიერი მცდელობა უარყოფით მოვლენად განიხილებოდა. მაგალითად, როდესაც ტაილანდმა 2006 წლის ბოლოს გადაწყვიტა ქვეყანაში კაპიტალის შედინებაზე კონტროლის დაწესება, ამას ბაზრის მონაწილეთა იმდენად უარყოფითი რეაქცია მოყვა, რომ ქვეყანა იძულებული გახდა უარი ეთქვა აღნიშნულ მიდგომაზე. არც გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ პერიოდში არის მხარდაჭერილი მერყეობის რისკის თავიდან ასაცილებლად კაპიტალის შემომავალი ნაკადების კონტროლის დაწესება.

კაპიტალის კონტროლის შემოღება ხშირად საგადასახდელო ბალანსის უარყოფით სალდოსთან ასოცირდება, რადგან ძირითადად კონტროლის შემოღება ვალუტის გაცვლაზე ხდება, რომელიც, თავის მხრივ, საქონლისა და კაპიტალის მოძრაობაზე ახდენს გავლენას.

2008 წლის მსოფლიო ფინანსური კრიზისის დროს უმრავლესობა განვითარებადმა ქვეყანამ კვლავ მიმართა კაპიტალის მოძრაობის კონტროლის მექანიზმს, როგორც ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ბერკეტს, ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში, საერთაშორისო ფინანსური კრიზისის უარყოფითი

გავლენის შესამცირებლად. შესაბამისად, საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა და სხვა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებმა დაიწვეს 2008 წლამდე კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობის შესახებ არსებული შეხედულებების ფუნდამენტური გადახედვა. კრიზისზე პასუხად, 2010 წელს, ბრაზილიამ, მექსიკამ, პერუმ, კოლუმბიამ, აზერბაიჯანმა, რუსეთმა, კორეამ, ტაივანმა, სამხრეთ აფრიკამ, პოლონეთმა და სხვა განვითარებადმა ქვეყნებმა დაიწვეს კაპიტალის თავისუფალ მოძრაობაზე გარკვეული ლიმიტების დაწესების სცენარების განხილვა.

აღნიშნული ქვეყნებისგან განსხვავებით საქართველოში კაპიტალის თავისუფალ გადაადგილებაზე ლიმიტების სცენარს, მიმდინარე ანგარიშის უარყოფითი საღდოს და მაღალი დოლარიზაციის ფონზე, განსხვავებული ისტორია აქვს. 90-იანი წლების დასაწყისიდან საქართველოს ეკონომიკა მაღალდოლარიზებული იყო, ამიტომ კაპიტალის კონტროლის შენარჩუნება რთულ ამოცანას წარმოადგენდა. შესაბამისად, საქართველო 90-იანი წლების დასაწყისიდანვე ლიბერალურ პოლიტიკას მიმართავდა. კაპიტალის მოძრაობაზე ღია კარის პოლიტიკა ინვესტორებს კომფორტულ გარემოს უქმნის. ამავდროულად, რადგან საქართველოს საგარეო ინვესტიციებისადმი ყოველთვის პოზიტიური მიდგომა ქონდა, პოტენციური ინვესტორების მიერ განსახორციელებელი ტრანზაქციებიც არ იყო შეზღუდული. მიუხედავად იმისა, რომ 1998 წელს რუსეთის კრიზისის დროს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ლარის გაცვლაზე მნიშვნელოვან შეზღუდვებს მიმართა.

დღეისათვის საქართველოდან ფინანსური რესურსის გადინების არხებს წარმოადგენს საბანკო სექტორი და სხვა სადეპოზიტო ინსტიტუტები, არასაბანკო საფინანსო ინსტიტუტები, სხვა ფულადი გადარიცხვების ორგანიზაციები და ფიზიკური პირები. ჩამოთვლილთაგან პირველი ორი კონტროლდება, მაგრამ არ არის ლიმიტირებული/შეზღუდული. მოგეხსენებათ საქართველო არ არის სხვა ქვეყნებში ინვესტორი ქვეყანა, კაპიტალის გადინება ძირითადად დაკავშირებულია უარყოფით სავაჭრო ბალანსთან. ასეთ პირობებში ვერც შეზღუდავ კაპიტალის გადინებას, ერთადერთი, რაც ქვეყანას შეუძლია გაზარდოს არის ადგილობრივი წარმოების პროდუქტიულობა, შესაბამისად შეამციროს იმპორტი და ამის ხარჯზე შეინარჩუნოს კაპიტალის ნაკადი.

საქართველოში არსებული მაღალი საპროცენტო განაკვეთები ცხადია არ ასტიმულირებს კაპიტალის გადინებას, სანაცვლოდ, პრობლემა ჩნდება გრძელვადიან პერიოდში საბანკო სექტორის მიერ აკუმულირებულ საგარეო დავალიანებასთან მიმართებაში, რაც აძლიერებს საქართველოს ფინანსურ სექტორზე საგარეო რისკების გადმოცემას. ამიტომ, ადგილობრივად მოზიდული დეპოზიტები ფინანსური სექტორისთვის წარმოადგენს ყველაზე უსაფრთხო ალტერნატივას.

ღია საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობა ტიპური მახასიათებელია. აღნიშნული პოტენციურ ინვესტორებს მნიშვნელოვან კომფორტს უქმნის და მიზანშეწონილიც არის ისეთი ტიპის ინვესტიციებისთვის, რომლებიც ხელს უწყობს ქვეყანაში პროდუქტიულობის, ტექნოლოგიური და ადამიანური რესურსების განვითარებას და არა უძრავი ქონებით ან სხვა ტიპის სპეკულაციებს.

უცხოელ ინვესტორებს აქვთ უფლება 100%-მდე წილს ფლობდნენ საქართველოში არსებული კომპანიის კაპიტალში, გარდა თავდაცვისა და უსაფრთხოების სფეროში არსებული გამონაკლისებისა. ისინი ასევე გარანტირებულნი არიან შესაბამისი გადასახადების გადახდის შემდეგ ნებისმიერი ფინანსური რესურსის რეპატრიაციის უფლებით.<sup>44</sup>

საქართველოში არსებობს თავისუფალი ინდუსტრიული ზონებიც, სადაც წახალისებულია ინვესტიციის განხორციელება, გარდა ამისა, ინვესტიციები ხალისდება საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციების, სასაწყობე და საერთაშორისო ორგანიზაციების სახით შექმნილი კომპანიებისთვის.

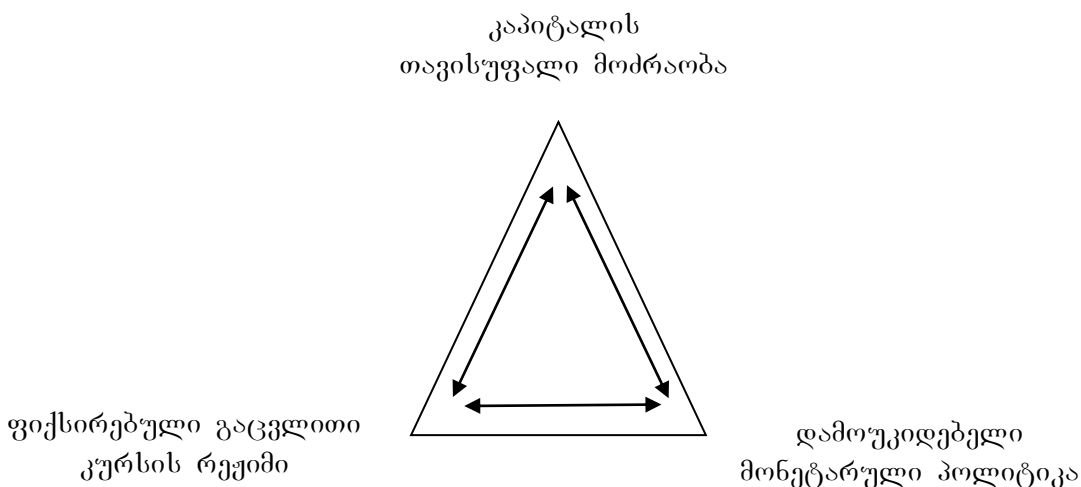
დღესდღეობით, საქართველოში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი. თუმცა, ეროვნული ვალუტა - ლარი, რომელიც მიმოქცევაში 1995 წლიდან გავიდა, აშშ დოლარზე 1997 წლამდე იყო მიბმული. ამის მიზეზი გახლდათ ქვეყანაში მოქმედი ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი. 1997 წლიდან საქართველოში ამოქმედდა მართვადი მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რომელზე გადასვლის საფუძველს წარმოადგენდა ის ნაკლოვანებები, რაც ფიქსირებულ გაცვლითი კურსის რეჟიმს გააჩნდა.

---

<sup>44</sup> წყარო: ინვესტიციების სახელმწიფო მხარდაჭერის შესახებ საქართველოს კანონი, თავი II.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში ქვეყანას არა აქვს დამოუკიდებელი და ეფექტიანი მონეტარული პოლიტიკის გატარების საშუალება, რაც ეკონომიკურ პროცესებზე გავლენის შესაძლებლობას ზღუდავს. მოგეხსებათ რეცესიის დროს ქვეყანას შეუძლია ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა გაატაროს, მაგრამ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის შენარჩუნების შემთხვევაში შეუძლებელი სამების პრინციპის თანახმად ქვეყანას არ ექნებოდა საშუალება ერთდოულად ჰქონოდა ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი, კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობა და ამავედროულად დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა. გარდა ამისა, თუ ფიქსირებული გაცვლითი კურსი ინფლაციის იმპორტს უწყობს ხელს, მცურავი გაცვლითი კურსის შემოდგომის შემდეგ ვალუტის კურსმა შოკების მასტაბილიზებელი ეფექტი შეიძინა.

### სქემა №1. შეუძლებელი სამება



წყარო: Copelovitch M. S., Pevehouse The J. C., "Trilemma and Trade Policy",  
<http://personal.lse.ac.uk/RICKARD/markc.pdf>

ადგილობრივ ბაზარზე სესხების დაფინანსების მნიშვნელოვან წყაროს საქართველოს საბანკო სექტორისთვის საგარეო ფინანსური რესურსი წარმოადგენს, რაც საქართველოს ფინანსური სექტორის საგარეო მოწყვლადობის რისკს ზრდის, განსაკუთრებით ფინანსური კრიზისების დროს. ევროპის მასშტაბით კრიზისის გაკვეთილები გვიჩვენებს, რომ გამკაცრებული

პრუდენციული რეგულაციები და კაპიტალის შემოდინება-გადინებაზე გარკვეული ლიმიტები მოწყველადობის პრევენციას უწყობს ხელს.

ამჟამად, საქართველოს ფინანსური სისტემის მთავარ მონაწილეს საბანკო სექტორი წარმოადგენს. განვითარების საწყის ეტაპზე კაპიტალის ბაზარი. ბანკთაშორის ვაჭრობა მიმდინარეობს ბლუმბერგის სავაჭრო სისტემაში, სადაც ვაჭრობისა და ინფორმაციის მიღების საშუალება აქვთ სავაჭრო ტერმინალზე წვდომის მქონე კომპანიებს.

ფასიანი ქაღალდების გამომშვები სახელმწიფო სტრუქტურა არის ფინანსთა სამინისტრო, რომელიც უშვებს 1-დან 10 წლამდე ვადიანობის ფასიან ქაღალდებს. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების შესყიდვა ძირითადად ხორციელდება საბანკო სექტორის მიერ. არასაბანკო სექტორის წარმომადგენლები კი ფასიანი ქაღალდების შესყიდვას საბანკო სექტორის გავლით ახდენენ. საქართველოში გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები დარეგისტრირებულია “ბლუმბერგის” სისტემაში და ნებისმიერ ინვესტორს, მსოფლიოს ნებისმიერი ქვეყნიდან, შეუძლია ქონდეს წვდომა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. დღეისათვის საქართველოს ბაზარზე ოპერირებს ოთხი გლობალური შუამავალი ინსტიტუტი (Deuche Bank, Clearstream, City, Statestreet)<sup>45</sup>.

ძალიან დაბალია ადგილობრივი კომპანიების მიერ კორპორაციული ბონდების გამოშვების მოცულობა, თუმცა ამ მიმართულებით ბოლო ორი წლის განმავლობაში გაზრდილი აქტიურობა მაინც შეინიშნება.

ფინანსური სექტორის სუსტ რგოლს საფორნდო ბაზარი წარმოადგენს. საფონდო ბირჟაზე ლისტინგი გავლილი აქვს შვიდ კომპანიას, ხოლო პლატფორმაში სავაჭროდ დაშვებულია 121 კომპანია. მცირეა ბაზრის მოცულობა და ყოველდღიური ბრუნვა. საფონდო ბირჟის დაბალგანვითარებულობას როგორც მოწოდების, ასევე, მოთხოვნის მხარის სისუსტე წარმოადგენს. 2017 წლის მონაცემებით ბაზრის კაპიტალიზაცია მთლიან შიდა პროდუქტის 7%-ს შეადგენს<sup>46</sup>.

<sup>45</sup> წყარო: კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, გვ. 4-10.

<sup>46</sup> წყარო: კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია, გვ. 11-14.

საფონდო ბაზრის მაჩვენებლებს თუ შევადარებთ სხვა განვითარებული ქვეყნების მაჩვენებლებს ვნახავთ, რომ ამ კუთხით საქართველო განვითარების მსოლოდ საწყის ეტაპზეა. საქართველოს ეკონომიკის ზომასთან შედარებით ძალიან დაბალია ბირჟაზე დადებული გარიგებების მოცულობაც. 2014 წლის შემდეგ ეროვნული ვალუტის კურსის გაუფასურების პროცესთან ერთად გაჩნდა ჰეჯირების ინსტრუმენტებზე მოთხოვნა, შესაბამისად შედარებით გააქტიურდა სავალუტო ფორვარდების ბაზარი.

საბოლოო ჯამში, შეიძლება ითქვას, რომ საქართველოში ფინანსური ბაზრები ლიბერალიზებულია. აღნიშნული ეხება ადგილობრივი და უცხოელი ინვესტორების თავისუფალ წვდომას საქართველოს კაპიტალის ბაზარზე. მიუხედავად ამისა, ჯერ კიდევ ფერხდება ბაზრის განვითარება.

დანაზოგების ზრდისა და კაპიტალის ბაზრის ხელისშემწყობი იქნება დაგეგმილი საპენსიო რეფორმა, რომელიც გულისხმობს კერძო დაგროვებითი საპენსიო სისტემის დანერგვას. რეფორმის შედეგად ჩამოყალიბდება დაგროვებითი საპენსიო უზრუნველყოფის ინსტიტუციონალური ჩარჩო და შესაძლებელი იქნება ნებისმიერმა ადამიანმა დაგეგმოს საკუთარი საპენსიო შემოსავლები საპენსიო ასაკში. საპენსიო რეფორმა ხელს შეუწყობს ეროვნული დანაზოგების ზრდას და ლარის გრძელვადიანი რესურსის შექმნას ქვეყანაში. რეფორმის შედეგად შესაძლებელი იქნება, ფისკალური მდგრადობის უკეთ შენარჩუნება. ასევე, მოსალოდნელია, რომ დაგროვებითი საპენსიო სისტემა შეცვლის ინდივიდების ქცევას და წახალისებს დაზოგვისადმი ზღვრულ მიდრეკილებას.

კერძო დანაზოგების ზრდის კუთხით, ასევე, შესაძლებელია საპენსიო დაზღვევის მოქმედი სრულიად ნებაყოფლობითი მოდელის ფისკალური ხელშეწყობა. კერძოდ, საშემოსავლო გადასახადის დასაბეგრი ბაზიდან არასახელმწიფო საპენსიო სქემებში გადახდილი შენატანების გამოკლება შესაძლებელია განხილულ იქნას არსებული სისტემის წახალისების ერთ-ერთ მექანიზმად, რაც ხელს შეუწყობს არსებული კერძო საპენსიო დაზღვევის სისტემის განვითარებას.

ევროპის ქვეყნებში საპენსიო ფონდების განვითარების სამი ძირითადი ფისკალური სტიმული არსებობს: 1. სახელმწიფო კონტრიბუცია; 2. სახელმწიფო

საპენსიო ფონდი; 3. საგადასახადო შეღავათები. აღნიშნულ ქვეყნებში მხარდაჭერის ტიპური პაკეტი გულისხმობს საპენსიო ფონდში განხორციელებული შენატანების გადასახადებისგან გათავისუფლებას, საპენსიო ფონდში კაპიტალზე ამონაგების გადასახადებისგან გათავისუფლებას და საპენსიო ფონდის მოგების შედარებით დაბალი პროცენტით დაბეგვრას.

განსხვავებული მიდგომა გეხვედება სხვადასხვა ქვეყნებში, მაგალითად ავსტრიაში კერძო საპენსიო ფონდში დასაქმებულის კონტრიბუცია არ უნდა აღემატებოდეს დამსაქმებლის შენატანის მოცულობას, ამ უკანასკნელის მოცულობა კი არ უნდა აღარბებდეს ხელფასის 10 პროცენტს. საპენსიო ფონდში შენატანის მხოლოდ 25 პროცენტი იბეგრება. ხოლო საბერძნეთში დამსაქმებლის საპენსიო შენატანების 5 პროცენტი (მაქსიმუმ 440 ევრო თითოეულ დასაქმებულზე) გამოიქვითება დასაბეგრი ბაზიდან<sup>47</sup>.

---

<sup>47</sup> Grech S.D. *Pensions: What fiscal incentives can Malta implement?* London, 2010.

### 1.3 ვაჭრობის ლიბერალიზაცია და სატარიფო რეფორმები

ბოლო ოცწლეულში მსოფლიო ეკონომიკის ზრდის უპრეცედენტო მაჩვენებლები დაფიქსირდა. აღნიშნულს მნიშვნელოვანწილად ხელი შეუწყო ვაჭრობის ლიბერალიზაციის კიდევ უფრო უპრეცედენტო მასშტაბებმა. განვითარებადი ქვეყნების ნაწილმა სრულად მოახდინეს სავაჭრო ბარიერების გაუქმება საერთაშორისო ვაჭრობიდან მისაღები სარგებლის მაქსიმიზაციის მიზნით. საერთაშორისო ვაჭრობაზე დარჩენილი ბარიერების ძირითადი ნაწილი კონცენტრირებულია სოფლის მეურნეობის და შრომდინტენსიურ დარგებზე, სადაც განვითარებად ქვეყნებს შედარებითი უპირატესობა გააჩნიათ.

1947 წელს ტარიფებისა და ვაჭრობის შესახებ გენერალური შეთანხმების გაფორმების შემდეგ, მსოფლიო სავაჭრო სისტემამ მნიშვნელოვნად ისარგებლა მრავალმხრივი, ორმხრივი და რეგიონალური სავაჭრო ლიბერალიზაციის შეთანხმებებისგან. ამ პერიოდში განვითარებადი ქვეყნების ჯგუფის როლი მსოფლიო ვაჭრობის პროცესში მნიშვნელოვნად გაიზარდა და დღესდღეობით მსოფლიო ვაჭრობის ერთ მესამედს წარმოადგენს. უფრო მეტიც, განვითარებად ქვეყნებს შორის ვაჭრობაც მნიშვნელოვნად გაიზარდა და მისი 40% სწორედ სხვა განვითარებად ქვეყნებში ხორციელდება. უნდა აღინიშნოს, რომ ინტერგაციის პროცესი არათანაბარი იყო. პროგრესი სწრაფი და წარმატებული იყო აზიისა და ლათინური ამერიკის განვითარებადი ქვეყნების ჯგუფისთვის. განსაკუთრებით ეს ითქმის ჩინეთზე, ინდოეთზე, კორეასა და სინგაპურზე, მაგრამ, პროგრესი საკმაოდ ნელია აფრიკისა და შუა აღმოსავლეთის ქვეყნებისთვის.

საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების რეკომენდაციები მიმართული იყო ქვეყნის ეკონომიკური და ფინანსური საზღვრების გახსნისა და საერთაშორისო სავაჭრო და საკრედიტო სივრცეში გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების მაქსიმალური ჩართვისკენ. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ ხშირად პოსტსაბჭოთა ქვეყნების მხრიდან აღნიშნული რეკომენდაციები, რომლებიც განვითარებული ქვეყნებისთვის უფრო იყო მიზანშეწონილი, პირდაპირ იქნა გადმოტანილი. აღნიშნულმა გამოიწვია რეფორმების ადგილობრივ ეკონომიკურ მოდელებთან შეუსაბამობა და ფინანსურ ბაზრებზე მნიშვნელოვანი რყევები.



თუმცა, ძნელია შეფასდეს საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის რომელი გზა უფრო ეფექტიანი იქნებოდა.

საქართველოში ფინანსური და ეკონომიკური რეფორმის გატარების ერთ-ერთ საბაზისო ღონისძიებას ფასების ლიბერალიზაცია წარმოადგენდა. ჯერ კიდევ 1992 წლის იანვარში საქართველოს მთავრობამ მიიღო N83 დადგენილება “ფასების ლიბერალიზაციის პირველი რიგის ღონისძიებათა შესახებ”, ხოლო მოგვიანებით, აპრილში, N470 დადგენილება “საქართველოს რესპუბლიკაში ფასების ლიბერალიზაციის დამატებით ღონისძიებათა შესახებ”. შედეგად, სამომხმარებლო საქონლის, მომსახურებისა და საწარმო-ტექნიკური დანიშნულების პროდუქციის ფასების უმეტესობა განთავისუფლდა სახელმწიფო რეგულაციისგან.

1994 წლიდან საქართველოში ფასების ლიბერალიზაციისა და ეკონომიკის ძირეული რეფორმების კუთხით დაიწყო თანამშრომლობა საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან. 1994 წლის აგვისტოში “მოსახლეობის სოციალური დაცვის გადაუდებელ ღონისძიებათა, ფასწარმოქმნისა და საფინანსო სისტემის ძირეული რეფორმის დაჩქარების შესახებ” მთავრობის N281 დადგენილებამ საფუძველი დაუდო საფინანსო სისტემის ძირეული რეფორმის, ეკონომიკური სტაბილიზაციისა და ჰიპერინფლაციის დაძლევის პროცესს. იმავე წლის საქართველოს მინისტრთა კაბინეტის N634 დადგენილებით დაიწყო ფასების ლიბერალიზაციის საბოლოო ეტაპი.

საბოლოოდ, ქვეყანაში ფასების ლიბერალიზაციისა და რეგულირებადი ფასების თანდათანობით მიახლოება რეალურ ფასებთან, რაც საერთაშორისო ორგანიზაციებთან თანამშრომლობის მთავარ წინაპირობას წარმოადგენდა, ხორციელდებოდა შესაბამისი დარგების მინიმალური დანახარჯების გათვალისწინებით.

საქართველოს უახლეს ისტორიაში საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაციის კუთხით მნიშვნელოვანი ღონისძიებები ხორციელდება. მოგესხენებათ, ბოლო წლების განმავლობაში მოხდა როგორც სატარიფო პოლიტიკის, ასევე ტექნიკური რეგულირების სფეროს რეფორმა, რის შედეგადაც ჩვენს ქვეყანას გააჩნია ერთ-ერთი ყველაზე ლიბერალური სატარიფო და საგარეო სავაჭრო მიდგომები.

აღნიშნული გულისხმობს გამარტივებულ საგარეო ვაჭრობის რეჟიმსა და საბაჟო პროცედურებს, დაბალ საიმპორტო ტარიფებსა და მინიმალურ არასატარიფო რეგულირებას.

2006 წლის 1 სექტემბრიდან საიმპორტო ტარიფების 16 სატარიფო განაკვეთი შემცირდა 3 განაკვეთამდე (0, 5 და 12%). საიმპორტო ტარიფები გაუქმდა პროდუქციის დაახლოებით 85%-ზე. აღარ არსებობს სეზონური ტარიფები. ასევე, საქართველოდან განხორციელებული ექსპორტი ან რექსპორტი გათავისუფლებულია საბაჟო გადასახადისგან. გამომდინარე იქედან, რომ 1997 წლის 1 სექტემბრიდან საქართველო იყენებს საქონლის დამატებული ღირებულების დაბეგვრას დანიშნულების ქვეყნის პრინციპით, ექსპორტი საქართველოდან დღე-თი არ იბეგრება. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, ასევე, ათანაბრებს ადგილობრივ და იმპორტირებულ პროდუქციაზე დამატებული ღირებულების გადასახადის და აქციზის გადასახადის განაკვეთებს. საგარეო ვაჭრობაში არ არის გათვალისწინებული რაიმე არასატარიფო შეზღუდვები (ლიცენზირება, კვოტირება, აკრძალვები და სხვა) გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც ეს აუცილებელია ჯანმრთელობის, უსაფრთხოებისა და გარემოს დაცვისათვის. აკრძალულია კულტურულ ფასეულობათა საქონლის საქართველოდან ექსპორტი კულტურისა და ძეგლთა დაცვის სამინისტროს მიერ განსაზღვრული ნუსხის მიხედვით<sup>48</sup>.

ევროკავშირთან ასოცირების ხელშეკრულების გაფორმების შემდეგ, ასევე მნიშვნელოვანია საქართველოს ეკონომიკური ტერიტორიიდან საქონლის გატანის დროს წარმოშობის სერტიფიკატების გაცემა. შემოსავლების სამსახურის მიერ გაიცემა საქართველოს საბაჟო ტერიტორიიდან საქონლის გატანისას, ყურძნისეული წარმოშობის პროდუქტებზე და თავისუფალ ინდუსტრიულ ზონაში წარმოებულ საქონელზე საქართველოში წარმოშობის დამადასტურებელი შესაბამისი სერტიფიკატი. სხვა დანარჩენ შემთხვევაში საქართველოს საბაჟო ტერიტორიიდან საქონლის გატანის დროს წარმოშობის სერტიფიკატები გაიცემა როგორც შემოსავლების სამსახურის მიერ, ასევე საქართველოს სავაჭრო-

---

<sup>48</sup> წყარო: ლიცენზიებისა და ნებართვების შესახებ საქართველოს კანონი, საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო.

სამრეწველო პალატის მიერ. იმ შემთხვევაში, თუ წარმოშობის სერტიფიკატი გაიცემა შემოსავლების სამსახურის მიერ, სერტიფიკატის გაცემისათვის განაცხადი და ყველა საჭირო დოკუმენტაცია შეიძლება წარდგენილ იქნას ელექტრონული ფორმით<sup>49</sup>.

გარდა ზემოთ მოცემული ლიბერალური სატარიფო მიდგომისა, საქართველო სარგებლობს სხვადასხვა ქვემოთ მოცემული მრავალმხრივი თუ ორმხრივი სავაჭრო შეთანხმებებით:

*უპირატესი ხელშეწყობის რეჟიმი (Most-Favored-Nation):* “უპირატესი ხელშეწყობის რეჟიმი” (MFN) მოქმედებს მსოფლიო სავაჭრო ორგანიზაციის ფარგლებში და გულისხმობს მის წევრ ქვეყნებს შორის გამარტივებული ვაჭრობის სისტემას. მოგესხენებათ აღნიშნული ორგანიზაციის წევრი 164 ქვეყანაა, მათ შორის საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორები, შესაბამისად საქართველო აღნიშნულ ქვეყნებთან სარგებლობს “უპირატესი ხელშეწყობის რეჟიმი”-ს პირობებით.

*პრეფერენციათა განზოგადებული სისტემა (Generalized System of Preferences - GSP):* პრეფერენციების განზოგადებული სისტემის (GSP) ძირითადი არსია ბენეფიციარი ქვეყნებიდან იმპორტირებულ საქონელზე საბაჟო საიმპორტო ტარიფის შემცირებული განაკვეთების დაწესება, რაც აადვილებს განვითარებადი ქვეყნების საქონლის შეღწევას განვითარებული ქვეყნების ბაზარზე. საქართველო არის შემდეგი ქვეყნების პრეფერენციათა განზოგადებული სისტემის რეჟიმის ბენეფიციარი: აშშ, იაპონია, კანადა, შვეიცარია და ნორვეგია.

*თავისუფალი ვაჭრობის რეჟიმი:* ასეთი ტიპის სავაჭრო რეჟიმი გულისხმობს შეთანხმებაში მონაწილე ქვეყნებს შორის საბაჟო და საიმპორტო გადასახადების გარეშე ვაჭრობას, გარდა შეთანხმებაში მოცემული გამონაკლისებისა. საქართველო თავისუფალი ვაჭრობის რეჟიმით სარგებლობს დსთ-ს ყველა ქვეყანასთან, თურქეთთან და ევროკავშირთან. აღნიშნული ხელშეკრულებებიდან ყველაზე ახალი და მნიშვნელოვანი 2014 წლის 27 ივნისს, ქალაქ ბრიუსელში, ხელმოწერილი ევროკავშირი-საქართველოს ასოცირების შესახებ შეთანხმებაა.

<sup>49</sup> წყარო: საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, 2010 წლის 29 დეკემბრის საქართველოს მთავრობის №420 დადგენილება.

საქართველოსა და ევროკავშირს შორის ასოცირების შესახებ შეთანხმების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ნაწილია ევროკავშირთან ღრმა და ყოვლისმომცველი თავისუფალი სავაჭრო სივრცის შესახებ შეთანხმება (Deep and Comprehensive Free Trade Area - DCFTA), რომელიც ევროკავშირთან, როგორც საქონლით ისე მომსახურებით ვაჭრობის ლიბერალიზაციას გულისხმობს. ასეთი ტიპის შეთანხმებები საქართველოს საქსპორტო ბაზრის დივერსიფიკაციის უნიკალურ შესაძლებლობას წარმოადგენს და ვაჭრობის ლიბერალიზაციის კუთხით საგარეო შოკების უარყოფითი გავლენების შემცირებას ემსახურება.

*მრავალმხრივი საერთაშორისო ხელშეკრულებები თავისუფალი ვაჭრობის შესახებ:* გარდა თავისუფალი ვაჭრობის შესახებ არსებული ორმხრივი შეთანხმებებისა საქართველო ჩართულია მრავალმხრივ შეთანხმებებშიც. “თავისუფალი სავაჭრო ზონის შექმნის შესახებ” დსთ-ს 1994 წლის მრავალმხრივი შეთანხმებით საქართველო დამოუკიდებელ სახელმწიფოთა თანამეგობრობის წევრ ქვეყნებთან (გარდა რუსეთისა) სარგებლობს მსგავსი შეთანხმებით. გარდა ამისა, საქართველო ასევე არის დემოკრატიისა და ეკონომიკური განვითარების ორგანიზაცია სუამ-ის ფარგლებში მოქმედი “თავისუფალი სავაჭრო ზონის შექმნის შესახებ” 2002 წლის მრავალმხრივი შეთანხმების მონაწილე ქვეყნა.

*ორმხრივი საერთაშორისო ხელშეკრულებები თავისუფალი ვაჭრობის შესახებ:* რაც შეეხება ორმხრივ თავისუფალი ვაჭრობის ხელშეკრულებებს, საქართველოს ასეთი ტიპის ხელშეკრულება გაფორმებული აქვს შემდეგ ქვეყნებთან: რუსეთის ფედერაცია, აზერბაიჯანი, სომხეთი, უკრაინა, მოლდოვა, ყაზახეთი, უზბეკეთი, თურქმენეთი, თურქეთი. 2017 წელს კი ხელი მოეწერა “თავისუფალი ვაჭრობის შესახებ შეთანხმებას საქართველოს მთავრობასა და ჩინეთის სახალხო რესპუბლიკის მთავრობას შორის”<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, <http://www.economy.ge/?page=sajaro-informacia>, 02.06.2017.

*ემო-ს შეთანხმებები<sup>51</sup>:*

გენერალური შეთანხმება ტარიფებისა და ვაჭრობის შესახებ (GATT) – შეთანხმება მიზნად ისახავს პროტექციონისტული ტარიფებისა და სავაჭრო ბარიერების შემცირებასა და საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაციის პროცესის ხელშეწყობას.

გენერალური შეთანხმება მომსახურებით ვაჭრობის შესახებ (GATS) – წარმოადგენს მომსახურების სფეროში არსებული რეგულაციების ერთობლიობას და თანხმდება მრავალმხრივად.

ინტელექტუალური საკუთრების უფლებების ვაჭრობასთან დაკავშირებული ასპექტების შესახებ (TRIPS) – შეთანხმება არეგულირებს ინტელექტუალური საკუთრების საკითხებს და ქვეყნებს უყენებს მოთხოვნებს აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებით.

ვაჭრობაში ტექნიკური ბარიერების შესახებ (TBT) – შეთანხმება არეგულირებს ქვეყნების მიერ საგარეო ვაჭრობაზე არსებულ ტექნიკურ ბარიერებს, რათა არ მოხდეს ხელოვნურად, რომელიმე ქვეყნის მხრიდან ვაჭრობაში დაბრკოლებების შექმნა.

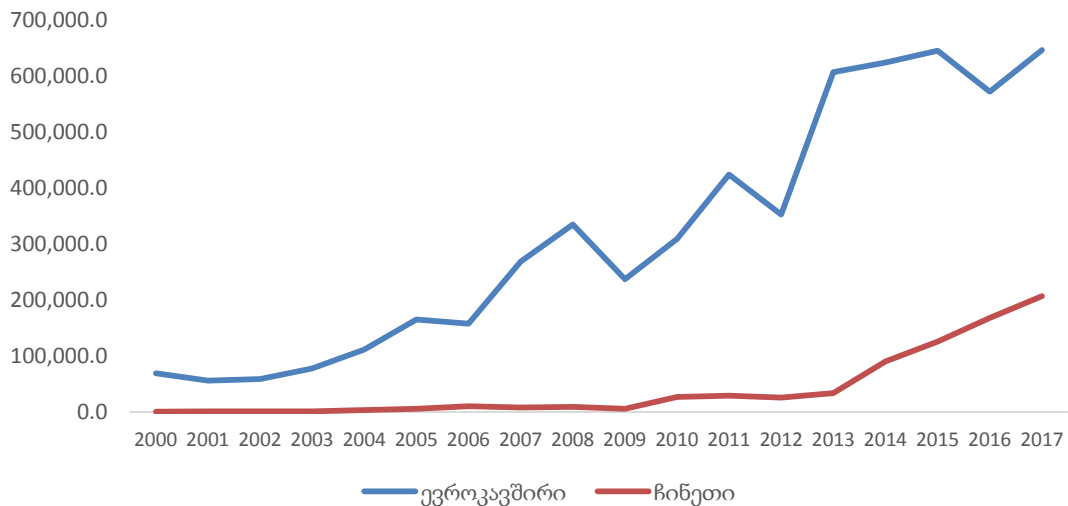
სანიტარული და ფიტოსანიტარული ზომების გამოყენების შესახებ (SPS) – შეთანხმება ემსახურება ადამიანის ჯანმრთელობის, მცენარეების და ცხოველების დაცვას. შესაბამისად, ადგენს ნორმებს პროდუქციის სანიტარული მდგომარეობის შესახებ და არ განსაზღვრავს საგარეო ვაჭრობის ტარიფების, ბარიერების ან მსგავს საკითხებს.

ჩინეთთან და ევროკავშირთან გაფორმებული თავისუფალი ვაჭრობის ხელშეკრულებებმა გარკვეული შედეგები გამოიღო. რასაც ადასტურებს საქართველოდან აღნიშნული მიმართულებებით განხორციელებული ექსპორტის უახლესი სტატისტიკა. ამ ორი მიმართულებით ქართულ პროდუქციაზე მოთხოვნის ზრდა ხელს უწყობს საქსპორტო ბაზრების დივერსიფიკაციის პროცესს.

---

<sup>51</sup> საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, <http://www.economy.ge/?page=ecopolitic&s=12>, 02.06.2017.

**გრაფიკი №2. საქართველოს ექსპორტი  
(მლნ აშშ დოლარი)**



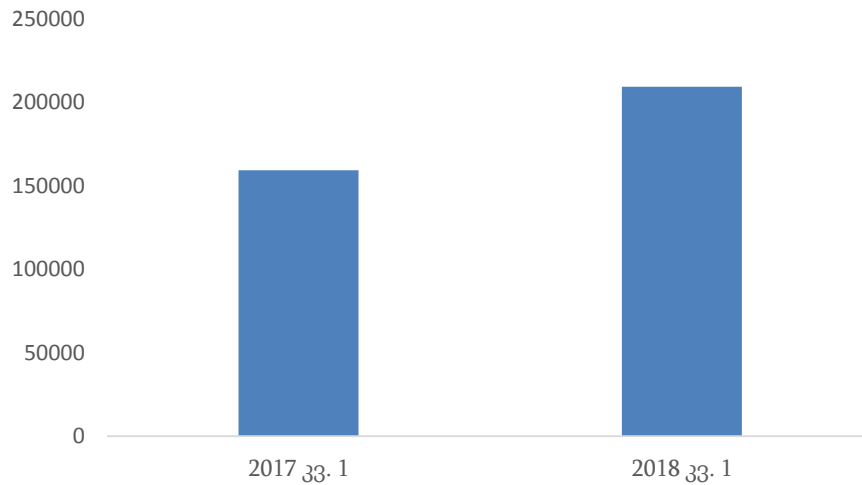
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://www.geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://www.geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo)

2017 წლის მონაცემებით საქართველოდან ევროკავშირში განხორციელებული ექსპორტის მოცულობა 13 პროცენტით გაიზარდა და 646.5 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. ევროკავშირიდან საქართველოში განხორციელებული იმპორტის მოცულობა კი 1 პროცენტით შემცირდა და 2.2 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა.

2018 წლის პირველ კვარტალში ევროკავშირთან სავაჭრო ბრუნვა 28 პროცენტით გაიზარდა და 820 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. აქედან ექსპორტის ზრდა 31 პროცენტი იყო, ხოლო იმპორტის ზრდა 26 პროცენტი. აღნიშნულ პერიოდში 37 პროცენტით გაიზარდა სასოფლო სამეურნეო პროდუქციის ექსპორტიც და 42 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, სამრეწველო პროდუქციის ექსპორტის ზრდა კი 30 პროცენტია და მოცულობაში 167 მლნ აშშ დოლარს შეადგენს.

**გრაფიკი №3. საქართველოს ექსპორტი ევროკავშირის ქვეყნებში  
(მლნ აშშ დოლარი)**



*წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,*

[http://www.geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://www.geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo)

აღსანიშნავია 2017 წელს ევროკავშირის ქვეყნებში სასოფლო-სამეურნეო პროდუქციის ექსპორტის კლება, რაც თხილის ექსპორტის შემცირებით იყო განპირობებული. აღნიშნული სასაქონლო ჯგუფის გამორიცხვით დანარჩენი დასახელების აგროსურსათის ექსპორტი 14 პროცენტით არის გაზრდილი. ევროკავშირის ქვეყნების ბაზრებზე გამოჩნდა ისეთი ახალი საექსპორტო საქონელი, როგორცაა: ახალი ხილი, კერძოდ, ვაშლი, კომში, კივი, ხურმა, მოცვი, ასევე, ვაშლის, კომშის, ხურმის, ტყემლის და ასკილის ჩირი. 2017 წლიდან მზარდია მოთხოვნა ქართულ გადამამუშავებულ ხილზე, მურაბებსა და ჯემებზე.

რაც შეეხება ჩინეთთან ვაჭრობის მაჩვენებლებს, 2017 წელს სავაჭრო ბრუნვა გაიზარდა 31 პროცენტით და 940 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. აქედან, ექსპორტმა 23 პროცენტით, ხოლო იმპორტმა 37 პროცენტით მოიმატა.

2017 წელს ჩინეთის ბაზარზე გამოჩნდა ახალი ქართული საექსპორტო პროდუქტები, კერძოდ, თხილი, ტკბილეული და შოკოლადის ნაწარმი, მცენარეული ზეთი, სანელებლები, ჩაი, უალკოჰოლო სასმელები, მატყლი და

ტყავი. რაც შეეხება 2018 წელს, პირველი კვარტლის მონაცემებით ჩინეთში საქართველოს ექსპორტის კლება აღინიშნა, რაც ძირითადად სპილენძის მადნების ექსპორტის შემცირების ხარჯზე მოხდა.



## 14 საგადასახადო რეფორმები

საქართველოს საგადასახადო სისტემის რეფორმა ძირითადად სამ ფაზად შეგვიძლია დავეყოს, პირველი ფაზა მოიცავს 2005 წლამდე არსებული არაეფექტიანი საგადასახადო სისტემის არსებობას. მეორე ფაზა მოიცავს ძველი საგადასახადო სისტემის ფუნდამენტურ ცვლილებას, რაც გულისხმობდა ფორმალური საგადასახადო ტვირთის რადიკალურ შემცირებას. მოგეხსენებათ გაუქმდა 15 გადასახადი (ახალი საგადასახადო კოდექსით გადასახადების რაოდენობა ჯერ 7 გადასახადამდე, შემდეგ 6 გადასახადამდე შემცირდა), ასევე, მოხდა განაკვეთების შემცირება. ამას მოჰყვა საგადასახადო შემოსავლების მშპ-სთან ფარდობის 12%-დან (2003 წელი), 22%-მდე ზრდა (2007 წელი).

ცხრილი №1. გადასახადების ევოლუცია საქართველოში

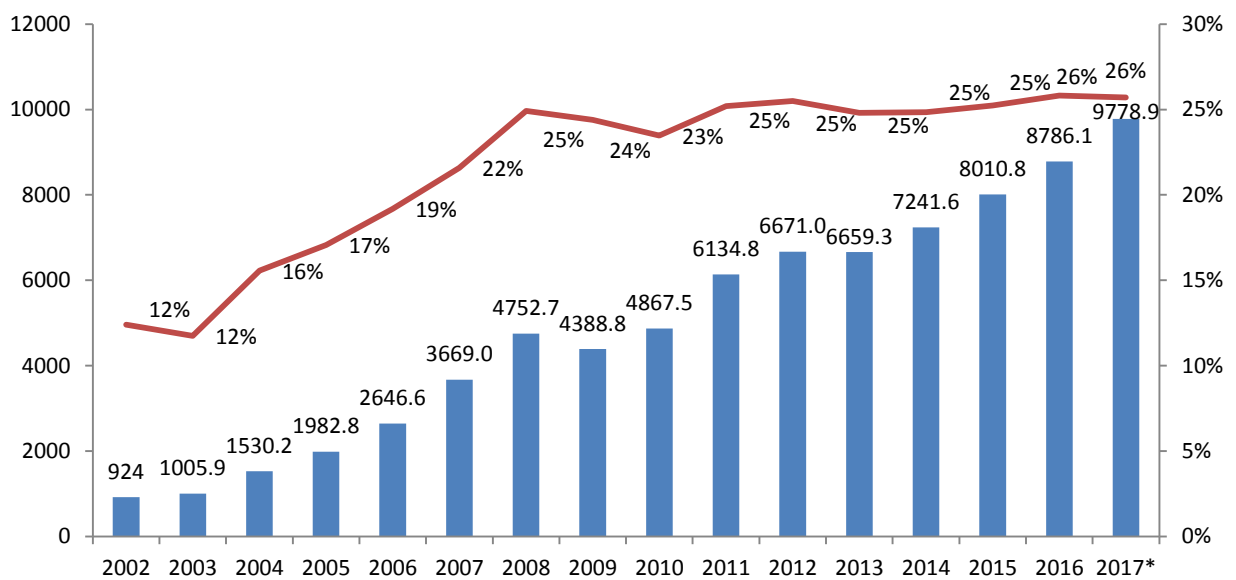
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	...	2017
გადასახადების რაოდენობა	21	7	7	7	6	6	6	...	6
დღგ	20%	20%	18%	18%	18%	18%	18%	...	18%
საშემოსავლო გადასახადი	12-20%	12%	12%	12%	სოციალური გადასახადი + საშემოსავლო გადასახადი 32% → 25%	სოციალური გადასახადი + საშემოსავლო გადასახადი → 20%	20%	...	20%
სოციალური გადასახადი	33%	20%	20%	20%	-	-	-	...	-
მოგების გადასახადი	20%	20%	20%	20%	15%	15%	15%	...	15% (ე.წ. "ესტონური მოდელი")
დივიდენდებზე და საპროცენტო შემოსავლებზე გადასახადი	10%	10%	10%	10%	10%	5%	5%	...	5%

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, საქართველოს საგადასახადო კოდექსი

მესამე ფაზა გულისხმობდა ინსტიტუციურ რეფორმას, შეიქმნა შემოსავლების სამსახური, განახლდა საგადასახადო ინფრასტრუქტურა, გაიმართა IT ინფრასტრუქტურა და შეიქმნა გადასახადის გადამხდელთა ერთიანი ბაზა. 2008 წელს მოგების გადასახადი შემცირდა 20%-დან 15%-მდე. საშემოსავლო და

სოციალური გადასახადები გაერთიანდა და შეადგინა 25%. 2009 წელს განხორციელებული საგადასახადო ცვლილებები გულისხმობდა საგადასახადო ტვირთის კიდევ უფრო შემცირებას, კერძოდ, საშემოსავლო გადასახადი შემცირდა 25%-დან 20%-მდე, დივიდენდებზე და საპროცენტო გადახდებზე გადასახადი შემცირდა 10%-დან 5%-მდე. შეიქმნა თავისუფალი საგადასახადო რეჟიმები ინდუსტრიული ზონებისთვის<sup>52</sup>. 2017 წელს კი ქვეყანა გადავიდა მოგების გადასახადის ეგრეთ წოდებულ “ესტონურ მოდელზე”.

**გრაფიკი №4. საგადასახადო შემოსავლები და წილი მშპ-ში**



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/4766>, 07.06.2017

საგადასახადო რეფორმების მესამე ეტაპი, ასევე, გულისხმობდა საერთაშორისო პრაქტიკის საფუძველზე შექმნილ ახალ საგადასახადო კოდექსს, ბიუროკრატიული ბარიერების შემცირებას და საგადასახადო სისტემისადმი ნდობის ამაღლებას.

2008 წლიდან აქტიურ ფაზაში გადავიდა ორმაგი დაბეგვრის შეთანხმებების გაფორმება იმ ქვეყნებთან, რომლებთანაც საქართველოს გააჩნია ეკონომიკური ინტერესები. „ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილებისა და გადასახადების გადაუხდელობის აღკვეთის შესახებ“ შეთანხმებების მთავარი მიზანია ხელი

<sup>52</sup> წყარო: საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, თავი XI.

შეუწყოს ქვეყნებს შორის ეკონომიკური თანამშრომლობის გაღრმავებასა და ინვესტიციების მოზიდვას. ამგვარ შეთანხმებათა ტექსტები ეფუძნება ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაციის (OECD) მოდელს და განსაზღვრავს ქვეყნებს შორის დაბეგვრის პრინციპებს. კერძოდ, იურიდიული და ფიზიკური პირების მიერ მეორე ქვეყანაში გაწეული საქმიანობიდან მიღებული შემოსავალი დაიბეგრება იმ ქვეყანაში, სადაც იგი იქნა მიღებული ან რეზიდენტობის ქვეყანაში. შემოსავლის წყაროს ქვეყანაში დაბეგვრის შემთხვევაში ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილების მიზნით რეზიდენტი ქვეყანა იღებს ვალდებულებას, გადასახადის გადამხდელს ჩაუთვალოს წყაროს ქვეყანაში გადახდილი გადასახადი. შეთანხმების მთავარი მიზანია ასევე გადასახადების გადაუხდელობისაგან თავის არიდება, რაც მიიღწევა საგადასახადო მიზნებისათვის ინფორმაციის გაცვლის საერთაშორისო სტანდარტების დანერგვით. ამჟამად ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილებისა და გადასახადების გადაუხდელობის აღკვეთის შესახებ შეთანხმება ძალაშია 54 ქვეყანასთან<sup>53</sup>. ქვეყნების სია შესაბამისი შეთანხმების პირობებით იხილეთ დანართ ერთში.

2011 წლის 1 ივნისს საქართველო მიუერთდა OECD-ისა და ევროპის საბჭოს მიერ ერთობლივად მიღებულ 1988 წლის “საგადასახადო საკითხებში ადმინისტრაციული ურთიერთდახმარების შესახებ” კონვენციას, რომლის ძირითადი მიზანია საგადასახადო სფეროში გადასახადების თავიდან არიდებისა და გადაუხდელობის აღკვეთის მიზნით კონვენციის წევრ სახელმწიფოებს შორის ადმინისტრაციული ურთიერთდახმარების უზრუნველყოფა. ამჟამად კონვენციის წევრია 87 სახელმწიფო, მათ შორის OECD -ის და ევროპის საბჭოს წევრი ქვეყნები და განვითარებული ფინანსური ცენტრები. აღნიშნული კონვენციის საფუძველზე საქართველოს შემუშავებული აქვს „საგადასახადო საკითხებში ადმინისტრაციული ურთიერთდახმარების შესახებ“ პროექტი და ორმხრივი შეთანხმებები მოქმედებს შემდეგ სახელმწიფოებთან: აზერბაიჯანის რესპუბლიკა, თურქმენეთი, რუსეთის ფედერაცია, სომხეთის რესპუბლიკა, უზბეკეთის რესპუბლიკა, უკრაინა<sup>54</sup>.

<sup>53</sup> წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/4680#8>, 04.06.2017.

<sup>54</sup> წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/4680#8>, 02.06.2017.

საქართველო აგრძელებს რეფორმებს საგადასახადო კუთხით. ამის დადასტურებაა, 2017 წლის პირველი იანვრიდან ამოქმედებული, ახალი მოგების გადასახადის წესები, რომელმაც შეცვალა განაწილებულ მოგებაზე გადასახადის არსებული რეგულაცია “ესტონური მოდელის” მსგავსი სისტემით. აღნიშნული საგადასახადო სისტემა უნიკალურია და მხოლოდ ესტონეთში მოქმედებს, საქართველო მეორე ქვეყანაა ვინც მსგავსი მოგების გადასახადის სისტემა შეიმუშავა. ცვლილებები ბანკებისთვის, ლომბარდებისთვის, მოკროსაფინანსო, საკრედიტო და სადაზღვევო ორგანიზაციებისთვის ამოქმედდება 2023 წლისთვის. თუმცა აღსანიშნავია, რომ საბანკო და სადაზღვევო მიმართულებებით აღნიშნული რეფორმის განხორციელების ანალიზი განცალკევებული განხილვის საკითხია. საქმე იმაშია, რომ მომავალი 2–3 წლის განმავლობაში საქართველოს სადაზღვევო ინდუსტრიის უმნიშვნელოვანეს გამოწვევას კაპიტალიზების ზრდა წარმოადგენს (იზრდება მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნა), რაც საბანკო სფეროში შეიძლება ითქვას დამთავრებულია. აქედან გამომდინარე, სადაზღვევო სფეროს ჩართვა ესტონურ მოდელში აღნიშნული სექტორისთვის ძალიან მნიშვნელოვანია.

აღნიშნული კანონპროექტის შემუშავების მიზეზს წარმოადგენს ქვეყანაში ეკონომიკური ზრდის ტემპების დაჩქარება, რეინვესტირების ხელშეწყობა, დღგ-თი დასაბეგრ ოპერაციებში გამოსაყენებელი ძირითადი საშუალებების იმპორტის ხელშეწყობა. ასევე, საგადასახადო კონტროლის და დავის პერიოდში სადავო დავალიანების უზრუნველყოფის ღონისძიებების გამოყენების სრულყოფა და საგადასახადო დავალიანების ჩამოწერა<sup>55</sup>.

საქართველოს საგადასახადო კოდექსის თანახმად მოგების გადასახადის გადამხდელია:

- ა) რეზიდენტი საწარმო;
- ბ) არარეზიდენტი საწარმო, რომელიც საქართველოში საქმიანობას მუდმივი დაწესებულების მეშვეობით ახორციელებს ან/და შემოსავალს იღებს საქართველოში არსებული წყაროდან.

<sup>55</sup> საქართველოს კანონის პროექტი საქართველოს საგადასახადო კოდექსში ცვლილებების შეტანის შესახებ.

რეზიდენტი საწარმოს მოგების გადასახადით დაბეგვრის ობიექტია<sup>56</sup>:

- ა) განაწილებული მოგება;
- ბ) გაწეული ხარჯი ან სხვა გადახდა, რომელიც დაკავშირებული არ არის ეკონომიკურ საქმიანობასთან;
- გ) უსასყიდლოდ საქონლის მიწოდება/მომსახურების გაწევა ან/და ფულადი სახსრების გადაცემა;
- დ) საგადასახადო კოდექსით დადგენილ ზღვრულ ოდენობაზე მეტი ოდენობით გაწეული წარმომადგენლობითი ხარჯი.

მოგების გადასახადის განაკვეთი რჩება უცვლელი 15%-ის დონეზე. საგადასახადო დეკლარაციების წარდგენა და გადასახადის გადახდა ხდება არაუგვიანეს საანგარიშო კალენდალური თვის მომდევნო თვის თხუტმეტი რიცხვისა.

კანონში ცვლილებების თანახმად აქციონერებზე განაწილებული მოგება ექვემდებარება მოგების გადასახადით დაბეგვრას. თუმცა, უცხოური საწარმოებისგან მიღებული დივიდენდები (დაბალ საგადასახადო იურისდიქციაში რეგისტრირებულ პირთა გარდა) არ განიხილება როგორც განაწილებული მოგება.

რეფორმის შედეგებზე მსჯელობისას მნიშვნელოვანია გაიმიჯნოს ცვლილებების მოკლევადიანი და გრძელვადიანი შედეგები. მოკლევადიან პერიოდში რეფორმას შესაძლოა უარყოფითი გავლენა ქონდეს მოხმარებასა და საპროცენტო განაკვეთებზე (ამ უკანასკნელის ზრდის მიმართულებით), მაგრამ სავარაუდოდ ხელს შეუწყობს საგადასახდელო ბალანსისა და ლარის გაცვლითი კურსის გაუმჯობესებას. გრძელვადიან პერიოდში კი ხელს შეუწყობს ინვესტიციების მოზიდვას, მოხმარების გაზრდას, დადებითად იმოქმედებს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტზე და საბოლოო ჯამში წაახალისებს ეკონომიკურ ზრდას.

მოგების გადასახადის რეფორმის განხორციელება ხელს შეუწყობს ბიზნესის დაწყებისა და განვითარებისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნას,

---

<sup>56</sup> საქართველოს კანონის პროექტი საქართველოს საგადასახადო კოდექსში ცვლილებების შეტანის შესახებ.

ინვესტიციების ზრდას, ფინანსურ რესურსებზე კომპანიების ხელმისაწვდომობის გაზრდას, ასევე, საგადასახადო აღრიცხვისა და ადმინისტრირების გამარტივებას. რეფორმა დაეხმარება საქართველოს “დააკავოს კაპიტალი” და მოიზიდოს ქვეყნის შიგნით გაუნაწილებელი მოგების სახით არსებული საინვესტიციო პოტენციალი.

## თავი II. ფინანსური ლიბერალიზაცია და გლობალური ფინანსური კრიზისები

### 2.1 ფინანსური და რეალური სექტორების კავშირი კრიზისის ფონზე

ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში საკრედიტო და უძრავი ქონების ბუმის ფონზე მოხმარება და გამომწევა უპრეცედენტოდ გაიზარდა. შესაბამისად, ფინანსური ბაზრების განვითარების უმთავრეს მახასიათებელ ნიშნად რეალურ სექტორთან მათი მჭიდრო კავშირი იქცა.

2008 წლის გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა, რომ ეკონომიკური ვარდნის დროს ფინანსურ სექტორში გაუარესებულმა ვითარებამ ხელი შეუწყო ეკონომიკური აქტივობის მნიშვნელოვან შენელებას. ასეთმა მაკრო-ფინანსურმა კავშირებმა უახლესი ფინანსური კრიზისების ფუნქციონირების მექანიზმის შესასწავლად ფინანსისტების და ეკონომისტების “გაერთიანებას” შეუწყო ხელი.

ემპირიული კვლევების თანახმად, ფინანსურ ბაზრებზე განვითარებული კრიზისები ამცირებენ აგრეგირებულ მოთხოვნას კაპიტალის ღირებულების ზრდის გამო, რამაც, თავის მხრივ, შესაძლოა მოხმარება და რეალური ინვესტიციები შეამციროს. მაშასადამე, ფინანსურ სექტორში განვითარებულმა მოვლენებმა სხვადასხვა არხებით შესაძლოა რეალურ ეკონომიკაში დამატებითი შოკი გამოიწვიოს.

გაზრდილი საგარეო ვაჭრობა და ფინანსური ინტეგრაცია ამძაფრებს ფინანსური კრიზისების გარკვეულ ეპიზოდებს და ეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევის ამოცანას უფრო კომპლექსურს ხდის. ფინანსური სექტორის განვითარებასთან და ფინანსური ლიბერალიზაციის პროცესის გაღრმავებასთან ერთად ფინანსური ცვლადების მერყეობის რეალურ ეკონომიკაზე გადაცემის მექანიზმი ცვლილებებს განიცდის. გადაცემის რომელიმე კონკრეტული არხის ეფექტიანობა დამოკიდებულია ეკონომიკის სტრუქტურაზე და ფინანსური სისტემის განვითარების დონეზე. არსებობს გარკვეული შეხედულებები ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში რეალურ ეკონომიკაზე ფინანსური სექტორის გავლენასთან დაკავშირებით, მაგრამ აღნიშნული დამოკიდებულებების გაზომვა, მითუმეტეს საქართველოს მონაცემებზე დაყრდნობით, საკმაოდ რთულ საკითხს წარმოადგენს.

მაკრო-ფინანსური კავშირების შესწავლის ერთ-ერთ მიდგომას IS-LM მოდელი წარმოადგენს, რომელიც დახურული ეკონომიკის პირობებში რეალური და მონეტარული სექტორების კავშირს სწავლობს და სადაც, საპროცენტო განაკვეთის ზრდა (ფინანსური რესურსის ფასის ზრდა) კრედიტზე მოთხოვნისა და ინვესტიციების შემცირების გზით ეროვნულ შემოსავალში საწინააღმდეგო მიმართულებით იწვევს ცვლილებას. შესაბამისად, IS-LM მოდელის თანახმად, საპროცენტო განაკვეთი წარმოადგენს რეალური და ფინანსური სექტორების დამაკავშირებელ პარამეტრს.

რეალურ ეკონომიკაზე ფინანსური სექტორის განვითარების ზემოთ განხილული გავლენა არის მაკრო-ფინანსური კავშირების ბუნების მხოლოდ ერთ-ერთი კომპონენტი. მსგავსი ანალიზი უნდა გასცდეს დახურული ეკონომიკის ჩარჩოებს და განხილული იქნას ფინანსური გლობალიზაციის პირობებში. მაკრო-ფინანსური კავშირების ლოგიკა იცვლება გაზრდილი საგარეო ვაჭრობისა და ფინანსური ინტეგრაციის პირობებში. ასევე, გასათვალისწინებელია, რომ რაც უფრო ლიბერალიზებულია კაპიტალური ანგარიშები, რაც უფრო მცირეა ფინანსური რესურსების მოძრაობაზე კონტროლი, მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში, უფრო რთულდება მაკრო ფინანსური კავშირების ანალიზი.

კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობის პირობებში რეალურ ეკონომიკაზე გავლენის გაცვლითი კურსის არხი ასევე მოიცავს საპროცენტო განაკვეთის ეფექტსაც. ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთის კლებასთან ერთად ადგილობრივ აქტივებზე უკუგება მცირდება და საგარეო დაბანდებასთან შედარებით ნაკლებად მიმზიდველი ხდება ინვესტორისთვის. საპროცენტო განაკვეთის არბიტრაჟის შესაძლებლობა ხელს უწყობს ფინანსური ნაკადების გადინებას და ეროვნული ვალუტის კურსის გაუფასურებას. ასე რომ, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება პირდაპირ ახდენს გავლენას გაცვლით კურსზე და საგარეო სექტორზე.

თავის მხრივ, ვალუტის კურსის მერყეობის კვალდაკვალ, წმინდა ექსპორტის მოცულობის ცვლილება პირდაპირ კავშირშია ქვეყანაში მთლიან გამოშვებასა და დასაქმების დონესთან. გაცვლითი კურსის სენსიტიურობა საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების მიმართ არის მნიშვნელოვანი ამ არხით



გადაცემის მექანიზმის ეფექტიანობისთვის. მცირე ზომის ღია ეკონომიკებს გაცვლითი კურსის არხის მაღალი ეფექტიანობა ახასიათებთ.

მაგრამ, უნდა აღინიშნოს, რომ ბოლო პერიოდის ფინანსურმა კრიზისებმა ნათლად გამოავლინა ზოგიერთი მცირე ზომის ღია ეკონომიკების საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის არხების სისუსტე, საგარეო ვაჭრობისა და კაპიტალის მოძრაობის არხებთან შედარებით. განვითარებულ ქვეყნებში არსებული კრიზისები მნიშვნელოვან უარყოფით გავლენას ახდენს განვითარებად ქვეყნებზე საგარეო ვაჭრობისა და კაპიტალის მოძრაობის შემცირების გზით. სადოქტორო ნაშრომის კვლევის საკითხს, სწორედ აღნიშნული არხებით ფინანსური ლიბერალიზაციის საქართველოს ეკონომიკაზე გავლენის შესწავლა წარმოადგენს.

გლობალიზაციის პროცესთან ერთად იმატა ფინანსური კრიზისების სისშირემ და კომპლექსურობამ. უკანასკნელი ორი ათწლეულის განმავლობაში ოთხი მსხვილი კრიზისი დაფიქსირდა, კერძოდ, 1997 წლის აღმოსავლეთ აზიის ფინანსური კრიზისი, 1998 წლის რუსეთის ფინანსური კრიზისი, 2007-2009 წლების გლობალური ფინანსური კრიზისი და 2014-2015 წლების უახლესი ფინანსური კრიზისი, რომელიც დღესაც გრძელდება და რომელსაც ეკონომისტები ხშირად მოიხსენიებენ როგორც 2014-2017 წლების რუსეთის ფინანსური კრიზისი, 2015 წლის გლობალურ რეცესიას, ან 2015 წლის ფინანსურ კრიზისს. 1990-იან წლებში დაფიქსირებული კრიზისები ქვეყნების სტრუქტურული ცვლადების სისუსტით იყო გამოწვეული, ბოლო ორი ფინანსური კრიზისის საფუძველს კი მეტწილად ფინანსურ ბაზრებზე განვითარებული მოვლენები წარმოადგენდა. თუმცა, მიუხედავად კრიზისის გამომწვევი მიზეზებისა, მისი უარყოფითი გავლენა ქვეყნის მაკროეკონომიკურ ინდიკატორებზე, განსაკუთრებით ეკონომიკურ ზრდაზე იდენტურია.

უკანასკნელი ფინანსური კრიზისები განვითარებულ ქვეყნებში დაიწყო, მაგრამ სწრაფად შეამცირა უცხოური ინვესტიციები და საქონლისა და შრომაინტენსიური დარგების იმპორტზე მოთხოვნა, რამაც მნიშვნელოვნად დააზარალა განვითარებადი ქვეყნები. განვითარებულ ქვეყნებში მზარდი პროტექციონიზმი და მაღალი ბიუჯეტის დეფიციტი აძლიერებს განვითარებადი

ქვეყნების ეკონომიკურ პრობლემებს, რომელთა უმრავლესობა უცხოური ფინანსური რესურსების ნაკლებობას განიცდის, ამავდროულად, გააჩნიათ საგადასახდელი ბალანსის სირთულეები (ხშირ შემთხვევაში 10-15%-ზე მაღალი დეფიციტი). აღნიშნულ ქვეყნებს ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის გატარება, ძირითადად მხოლოდ მსოფლიო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კონცესიური სესხის დახმარებით შეუძლიათ. მსოფლიოს წამყვან ქვეყნებში მოთხოვნის განგრძობითი შემცირების კვალდაკვალ განვითარებად ქვეყნებში ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად უნდა გაძლიერდეს მათ შორის სავაჭრო და ფინანსური კავშირები.

ბოლო პერიოდის ფინანსური კრიზისების საფუძველს ფინანსურ და უძრავი ქონების ბაზრებზე განვითარებული მოვლენები წარმოადგენდა. ნავთობისა და უძრავი ქონების ბაზრებზე გაბერილი ფასები (price bubbles), ზედმეტად პოზიტიური მოლოდინები, უკიდურესად დაბალი საპროცენტო განაკვეთების პოლიტიკა, ზოგიერთი ქვეყნის ძალიან მაღალი დადებითი სავაჭრო ბალანსი, და საწინააღმდეგოდ, ზოგიერთის უარყოფითი სავაჭრო ბალანსი, წარმოადგენს ემპირიულ კვლევებში დასახელებულ ფინანსური კრიზისების მთავარ მაპროვოცირებელ ფაქტორებს. ფინანსური და ლიკვიდობის კრიზისების ჯამური ეფექტი ხშირად გადაიზრდება გლობალურ მაკროეკონომიკურ კრიზისში და იწვევს მსოფლიო ეკონომიკური ზრდის სწრაფ დაცემას და უმუშევრობის ზრდას.

მიუხედავად იმისა, რომ 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის საწყის ლოკაციად ჩრდილოეთ ამერიკა და ევროპა სახელდება, მისი უარყოფითი გავლენა გლობალურია და განსაკუთრებით აზარალებს განვითარებად ქვეყნებს. თუმცა, კრიზისის ბუნება მნიშვნელოვნად განსხვავდება ქვეყნებისა და რეგიონების მიხედვით. განსხვავებულია კრიზისით გამოწვეული უარყოფითი ეფექტებიც.

იმ განვითარებადი ეკონომიკებისთვის, რომელთა მზარდი ინტეგრაცია მოხდა საერთაშორისო ვაჭრობასა და ფინანსურ ბაზრებზე, ფინანსური კრიზისები მეტწილად უკავშირდება განვითარებული ქვეყნების ბაზრებზე მოთხოვნის შემცირებას და ნაკლებად საკრედიტო კრიზისს. ეს მოსაზრება

განსაკუთრებით ლოგიკურია საქართველოს მაგალითზე, რომელიც 2014-2017 წლების ჯერ კიდევ მიმდინარე კრიზისის და შედეგად აგრეგირებული გლობალური მოთხოვნის ვარდნის უარყოფითი გავლენის ქვეშ მოექცა, თუმცა კაპიტალის შემოდინების კლებას ადგილი არ ქონია.

წამყვან ქვეყნებში დაწყებული საერთაშორისო ფინანსური კრიზისები, საწყის ეტაპზე, განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკების დაზარალებას არ იწვევს, რადგან კრიზისი ამ ქვეყნების ეკონომიკური ფუნდამენტალების სისუსტის ან მათი ფინანსური ბაზრების მერყეობებიდან არ დაწყებულა. უფრო მეტიც, ეკონომისტების ერთი ჯგუფის მოსაზრებით განვითარებადი ქვეყნების რეალური ეკონომიკა მნიშვნელოვნად არ ზარალდება საერთაშორისო კრიზისებისგან და შესაძლოა, როგორც ეს ოცდამეერთე საუკუნის დასაწყისში მოხდა, მსოფლიო ეკონომიკის გაჯანსაღებას სწორედ კრიზისისგან ნაკლებად დაზარალებულმა განვითარებულმა ქვეყნებმა შეუწყვეს ხელი<sup>57</sup>.

მსოფლიო ეკონომიკის ლიდერი ქვეყნებიდან მოთხოვნის დაცემის შედეგად, განვითარებადი ქვეყნებიდან განხორციელებული ექსპორტის ფასებმა და მოცულობამ შემცირება დაიწყო. ექსპორტის სექტორში დაწყებულმა გამოშვებისა და დასაქმების შემცირებამ უარყოფითი გავლენა იქონია სხვა სექტორებზე და ხელი შეუწყო აღნიშნულ ქვეყნებში მთლიანი გამოშვებისა და დასაქმების კლებას.

გლობალური ფინანსური კრიზისების განვითარებად ქვეყნებზე უარყოფითი გავლენის მასშტაბი დამოკიდებულია კონკრეტული ქვეყნისთვის ექსპორტისა და კაპიტალის ნაკადების მნიშვნელობაზე. საქართველოსთვის ორივე კომპონენტი უმნიშვნელოვანესია, კაპიტალის ნაკადების მთავარი კომპონენტი – პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების და ტექნოლოგიური პროგრესის იმპორტის მთავარი წყაროა, ექსპორტი კი დასაქმებისა და ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელია. საქართველო, ისევე როგორც სხვა არანავთობ მომპოვებელი ქვეყანა, ძლიერად დაზარალდა საერთაშორისო კრიზისების დროს საექსპორტო საქონელზე ფასებისა და მოთხოვნის კლების გამო.

<sup>57</sup> Abreu M. P. et al. *The Effect of the World Financial Crisis on Developing Countries: An Initial Assessment*, Canada, 2009.

მსოფლიო ფინანსური ბაზრების გაზრდილი ინტეგრაცია, ასევე, კრიზისის არაპირდაპირ უარყოფით გავლენასაც გულისხმობს. საუბარია არა მხოლოდ პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე, არამედ საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების მიერ განვითარებადი ქვეყნებიდან მათ მიერ განხორციელებული ფინანსური დაბანდების გატანაზე. აღნიშნული, საბოლოო ჯამში, იწვევს აქტივებზე დაახლოებით 50%-იან ფასების ვარდნას და ეროვნული ვალუტის კურსის დაახლოებით 25%-იან გაუფასურებას<sup>58</sup>. საქართველოს შემთხვევაში ეს მნიშვნელოვან პრობლემას წარმოადგენს, რაც გამოჩნდა კიდევ 2014 წლის ბოლოდან დაწყებული ლარის გაუფასურების პროცესში. ჩვენს ქვეყანაში სესხების დოლარიზაციის და იმპორტზე დამოკიდებულების მაღალი მაჩვენებლის პირობებში ლარის გაუფასურებას ინფლაციური მოლოდინების ზრდა, მოსახლეობის განკარგვადი შემოსავლების შემცირება და სხვა მნიშვნელოვანი უარყოფითი ეფექტები მოყვა.

საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისებზე მოკლევადიან პასუხად, ქვეყნები ფინანსური სტაბილურობის მისაღწევად, სხვადასხვა ღონისძიებებს მიმართავენ. მათ შორის, დაზარალებული ფინანსური ინსტიტუტების ნაწილობრივ სახელმწიფო საკუთრებად გადაქცევას. რეალური ეკონომიკის დასახმარებლად კი ექსპანსიურ მონეტარულ და ფისკალურ პოლიტიკას იყენებენ, ხშირად, მონეტარული პოლიტიკის განკვეთის ნულ პროცენტამდე დაწვევის და გაზრდილი ბიუჯეტის დეფიციტის ხარჯზე. აღნიშნული ღონისძიებები ტიპურია კრიზისის დროს, რადგან ეროვნული ბანკი და ფინანსთა სამინისტრო ციკლის საწინააღმდეგო ქმედებებით ცდილობენ ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობას. სადოქტორო ნაშრომში განხილული ფინანსური კრიზისების პერიოდში, მაღალი დოლარიზაციისა და იმპორტზე ძლიერი დამოკიდებულების გამო, საქართველოში ციკლის საწინააღმდეგო მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის გატარება მნიშვნელოვნად იყო შეზღუდული.

განვითარებულ ქვეყნებში დაწყებული კრიზისები უფრო გრძელვადიანია. ამის მიზეზი ტრადიციული ინსტრუმენტის – შემცირებული საპროცენტო განაკვეთის ეკონომიკურ ზრდაზე დაგვიანებული გავლენაა, ისე როგორც ეს 1990

<sup>58</sup> *Abreu M. P. et al. The Effect of the World Financial Crisis on Developing Countries: An Initial Assessment, Canada, 2009.*

–იან წლებში იაპონიაში მოხდა. თუმცა, კონკრეტული ქვეყნის კრიზისზე საპასუხო რეაქცია ქვეყნის ფისკალურ და საგადასახდლო ბალანსის მდგომარეობაზეა დამოკიდებული.

მცირე ფისკალური დეფიციტისა და მაღალი საერთაშორისო რეზერვების მქონე ქვეყნები შედარებით მოკლე დროში ახერხებენ ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის ხარჯზე კრიზისთან წარმატებულ ბრძოლას. საწინააღმდეგოდ, მაგალითად ინდოეთი, ასევე მდიდარი საერთაშორისო რეზერვებით, მაგრამ მაღალი ფისკალური დეფიციტით, მეტწილად მონეტარული პოლიტიკის საშუალებით ცდილობდა კრიზისის ნეგატიურ შედეგებთან ბრძოლას. რუსეთი და სხვა ნავთობის ექსპორტიორი ქვეყნები, რომლებიც ძირითადად დამოკიდებულნი არიან ნავთობის რეალიზაციიდან შემოსავლებზე (რომლებიც კრიზისის დროს მნიშვნელოვნად იკლებს) განიცდიან ფისკალური პოზიციის გაუარესებას, რაც ზღუდავს მსგავსი ქვეყნების შესაძლებლობას ფისკალური ექსპანსიის გზით ებრძოლონ კრიზისს. მცირე საერთაშორისო რეზერვების და უარყოფითი საგადასახდლო ბალანსის მქონე ქვეყნები ექსპანსიური პოლიტიკის გატარებას მხოლოდ მაშინ შეძლებენ თუ ექნებათ დეფიციტის დაფინანსების იაფი საგარეო წყაროს ან პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის მოლოდინი.

ბოლო ათწლეულის განმავლობაში განვითარებული ქვეყნებიდან შემცირებულმა მოთხოვნამ და ამ ტიპის ქვეყნების ფისკალურმა საჭიროებებმა მთლიანად შთანთქა მსოფლიო დანახოვების მნიშვნელოვანი ნაწილი. ამ ფონზე, განვითარებად ქვეყნებს მოუწევთ ერთმანეთში ვაჭრობის და ფინანსური კავშირების გაღრმავება, რათა საკუთარი რესურსებით მოახდინონ ეკონომიკური ზრდის წახალისება.

საქართველოს მსგავსი მცირე ზომის ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნისთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში არსებულ ეკონომიკურ მდგომარეობას. რეგიონში მსყიდველობითი უნარის დაცემას, უკრაინაში განვითარებულ მოვლენებს, რუსეთის ეკონომიკის შესუსტებასა და დოლარის კურსის გლობალურ გამყარებას მნიშვნელოვანი უარყოფითი გადადინების ეფექტი ჰქონდა საქართველოს ეკონომიკაზე. აღნიშნული ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ექსპორტის მკვეთრ ვარდნაში, ფულადი

გადმორიცხვების მოცულობის შემცირებასა და ეროვნული ვალუტის კურსის გაუფასურებაში გამოიხატა.

ფულადი გზავნილების მოცულობის კლებამ მნიშვნელოვნად შეამცირა საქართველოს მოსახლეობის მსყიდველობითუნარიანობა, რაც ეკონომიკური აქტივობის შენელების პროცესს აძლიერებს. ისევე როგორც ფულადმა გზავნილებმა, 2014 წლიდან, კლება იწყო საქართველოდან განხორციელებულმა ექსპორტმა და გაუარესდა სავაჭრო ბალანსი. ნომინალური ექსპორტის კლებამ 2015 წელს 22.9%, ხოლო 2016 წელს 4% შეადგინა. აღნიშნულ პერიოდში საქართველოდან ექსპორტის მოცულობის კლება ძირითადად განპირობებული იყო ოთხ უმსხვილეს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში: აზერბაიჯანი, სომხეთი, რუსეთი და უკრაინა ექსპორტის მოცულობის შემცირებით.

ზოგადად, მნიშვნელოვნად შემცირდა საგარეო მოთხოვნა, რაც მაღალი ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში უარყოფითად აისახა საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე. საგარეო მოთხოვნას თუ განვსაზღვრავთ, როგორც ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების შეწონილი მთლიანი შიდა პროდუქტი (წონები აიღება საქართველოს ექსპორტში თითოეული ქვეყნის წილის შესაბამისად 2010-2015 წლების საშუალო მაჩვენებლის მიხედვით), შემდეგ კი დაავითვლით საგარეო მოთხოვნის ჯაჭვურ ინდექსს ვნახავთ, რომ აღნიშნული ცვლადის კლება ფაქტობრივად ემთხვევა საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპის შემცირების პერიოდს და იმეორებს ჩვენი ქვეყნის მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპის დინამიკას.

როგორც საქართველოს ეკონომიკური ზრდის ასევე, მსოფლიო მოთხოვნის ცვლადის გრაფიკი, აღნიშნული ორი პარამეტრის, საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების მიმართ მაღალ მგრძობელობას აჩვენებს.

**გრაფიკი №5. საგარეო მოთხოვნის ზრდა,  
(პროცენტული ცვლილება)**



*წყარო: ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების (აზერბაიჯანი, სომხეთი, თურქეთი, რუსეთი, უკრაინა, აშშ, ჩინეთი, ევროკავშირი) სტატისტიკის ეროვნული სამსახურები.*

ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნებიდან კრიზისების უარყოფითი გადადინების ეფექტები მნიშვნელოვნად აზარალებს ქართულ ექსპორტს და ფულადი გზავნილების მოცულობას. ეს განსაკუთრებით საგრძნობია უარყოფითი საგადასახდელო ბალანსისა და ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის გაუფასურების ფონზე. განხილულმა ორმა ფაქტორმა, ინვესტიციების შემოდინების ზრდის ტემპის შემცირებასთან ერთად მნიშვნელოვნად წაახალისა 2015-2016 წლებში საქართველოში ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის დაცემა.

როგორც უკვე აღინიშნა, ფინანსური გლობალიზაცია რამოდენიმე არხით შესაძლებელია დაკავშირებული იყოს საერთაშორისო კრიზისებთან. საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე არსებულმა ნაკლოვანებებმა შესაძლოა კრიზისის პროვოცირება გამოიწვიოს. შედეგად, ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნები უფრო მიდრეკილნი არიან აღნიშნული გზით წარმოქმნილი კრიზისებისადმი.

ფინანსურ ბაზრებზე არსებულ ნაკლოვანებებს, როგორებიცაა: არარაციონალური ქცევა, ბაზარზე სპეკულაციური შეტევები, საბაზრო

ჩავარდნები და სხვა, კარგი ფუნდამენტალების მქონე ქვეყანაც კი კრიზისამდე შეუძლია მიგვიყვანოს. უფრო მეტიც, ძლიერი ფუნდამენტალების მქონე ეკონომიკა საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე არსებული ნაკლოვანებების გარეშე შეიძლება დაზარალებს ფინანსური გლობალიზაციის პირობებში.

ფინანსურმა გლობალიზაციამ შეიძლება დააზარალოს ქვეყანა თუ ის ზედმეტად ხდება საგარეო ფაქტორებზე დამოკიდებული. მაგალითად, თუ ქვეყანა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული საგარეო მოთხოვნაზე და საგარეო კაპიტალზე, ზუსტად ისე, როგორც დღეს საქართველოა, კაპიტალის მოძრაობაში მოულოდნელი ცვლილება და საგარეო მოთხოვნის სწრაფი ვარდნა, ანუ ცვლილებები რომლებიც არ არის გამოწვეული ქვეყნის ფუნდამენტალების მნიშვნელოვანი ცვლილებებით და რომელზეც ეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლებს ვერ ექნებათ მნიშვნელოვანი გავლენა, შესაძლოა ქვეყანაში კრიზისის გამომწვევი ფაქტორი გახდეს.

აღნიშნული რისკის გადაცემის მექანიზმი ლიტერატურაში განიხილება, როგორც რეალური სექტორის ურთიერთკავშირით გამოწვეული გავლენა და ძირითადად ორი მიმართულება: საგარეო ვაჭრობა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები შეისწავლება. თუ რომელიმე ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში მოხდება ვალუტის გაუფასურება, მეორე მასთან მჭიდროდ დაკავშირებული ქვეყანა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვისა და ექსპორტის კუთხით კონკურენტუნარიანობის შესანარჩუნებლად, იძულებულია დაუშვას თავისი ვალუტის შესაბამისი გაუფასურება დარღვეული საგარეო ბალანსის აღმოსაფხვრელად.

აღნიშნული რეალური კავშირები საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისებს რეგიონალურ სახეს აძლევს, რადგან ინვესტორები განვითარებად ბაზრებს აღიქვამენ, როგორც მსგავსი რისკის მატარებელ, მათთვის ნაკლებად ცნობილ ბაზრებს, შესაბამისად, გარკვეულწილად მიბაძვითი ქცევის ელემენტებიც ჩნდება.

სადოქტორო ნაშრომში განხორციელებულ კვლევაში განხილულია რამდენიმე კრიზისის ეპიზოდი, რომელმაც მნიშვნელოვანი გავლენა იქონია საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე. კერძოდ, საუბარია 2008 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისსა და 2014-2017 წლების რუსეთ-უკრაინის კრიზისის



დროს საგარეო მოთხოვნის მკვეთრი ვარდნის ეფექტზე. სწორედ აღნიშნული გავლენის შესწავლა არის წარმოდგენილ ნაშრომში მოცემული კვლევის განხორციელების ერთ-ერთი მოტივაცია.

## 2.2 გლობალური ფინანსური კრიზისები და ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკური შედეგები

XX-ე საუკუნის დასასრული და XXI-ე საუკუნის დასაწყისი გამოირჩევა საერთაშორისო განვითარების არასტაბილურობის ფოიერვერკით. პასუხად, ეკონომისტები ცდილობენ დაადგინონ მიზეზები და შედეგები რათა იპოვონ პრობლემის გადაჭრის უკეთესი გზები<sup>59</sup>.

2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი იყო უხეში შეხსენება იმისა, რომ ყველა სესხებისა და გასესხების გადაწყვეტილება არ არის რაციონალური. ფინანსური ბაზრის მონაწილეები ხშირად კარგავენ რისკის რეალურ აღქმას, რაც ფინანსური ბაზრის მერყეობას ზრდის.

2008 წლის სექტემბერში 600 მილიადრიანი აქტივების მქონე “Lehman Brothers”-ის გაკოტრების შემდეგ, განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის გატანის პროცესი დაიწყო. აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნები, რომლებიც ფინანსურად ყველაზე გახსნილნი იყვნენ, კრიზისის შედეგად მნიშვნელოვნად დაზარალდნენ.

გლობალურ ფინანსურ კრიზისს წინ უსწრებდა ამერიკის შეერთებულ შტატებში უძრავი ქონების ბაზრის სწრაფი ტემპებით ზრდა. უძრავი ქონების ბაზრის აღმასვლა გამოწვეული იყო რამდენიმე ფაქტორით, მათ შორის, დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით, იპოთეკურ სესხებზე ხელმისაწვდომობის სახელმწიფო პროგრამით და სხვა. საბანკო სექტორის მიერ იპოთეკური სესხების გაცემის ზრდამ უძრავი ქონების ბაზარზე ფასების ზრდა გამოიწვია. მალე იპოთეკური სესხების მეორადი ბაზარიც განვითარდა, რასაც თან დაერთო 2004 წელს კაპიტალის მინიმალური მოთხოვნების შემცირება ხუთი საინვესტიციო ბანკისთვის (Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers, Bear Stearns და Morgan Stanley).

2004 წლის ბოლოს კრიზისის პირველი ნიშნები გაჩნდა, ამერიკის შეერთებულ შტატებში უძრავი ქონების საკუთრებამ 70%-ს მიაღწია და

---

<sup>59</sup> Kovzanadze I. *Systemic and Borderline Banking Crises, Lessons Learned for Future Prevention*, iUniverse, Inc., New York Bloomington, გვ. 3, 2010.

ამავდროულად ფედერალური სარეზერვო ფონდის საპროცენტო განაკვეთი 5.25%-მდე გაიზარდა. აღნიშნული ორი ფაქტორის გამო უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა სწრაფად დაეცა, რამაც უძრავი ქონების ფასების კლება გამოიწვია.

პრობლემები შეეხო არა მხოლოდ ახალ მშენებლობებს, არამედ არსებულსაც. კერძოდ, იპოთეკური სესხების მფლობელებმა ვეღარ შეძლეს ვალდებულებების გასტუმრება. მსხვილ საინვესტიციო ბანკებს გაუჩნდათ ლიკვიდობის პრობლემები. ფედერალურმა სარეზერვო ფონდმა დაიწყო საპროცენტო განაკვეთების შემცირება. 2008 წლის ოქტომბრისთვის საპროცენტო განაკვეთი 1%-ს გაუტოლდა. ინგლისის, ჩინეთის, კანადის, შვედეთის, შვეიცარიის და ევროპის ცენტრალურმა ბანკებმაც შეამცირეს განაკვეთები, მსოფლიო ეკონომიკური ვარდნის შესაჩერებლად. მაგრამ, საპროცენტო განაკვეთების შემცირება და ლიკვიდურობის შევსება არ იყო საკმარისი ფართომასშტაბიანი გლობალური ფინანსური კრიზისის დასაძლევად.

საბოლოო ჯამში 2008 წლის ფინანსურმა კრიზისმა ცხადად აჩვენა, რომ ფინანსური ბაზრის მიმართ ნდობის არსებობა ქვეყნის სტაბილური ეკონომიკური განვითარების და კრიზისის პრევენციის მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენს. ამავდროულად, ცხადი გახდა, თუ რამდენად გადაჯაჭვულია ფინანსური და რეალური სექტორები ერთმანეთთან.

ბოლოს კი ამ ნაშრომის ინტერესებისთვის ყველაზე მნიშვნელოვანი საკითხი განვიხილოთ. კერძოდ, ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, რამდენად სწრაფად შეიძლება რომელიმე განვითარებულ ქვეყანაში დაწყებული ფინანსური კრიზისი, განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის სწრაფი გადინების და საგარეო მოთხოვნის მკვეთრი ვარდნის წინაპირობა გახდეს.

აღნიშნული საკითხის განხილვა მოკლე მიმოხილვით შეიძლება დავიწყოთ. უკანასკნელი გლობალური ფინანსური კრიზისი სათავეს იღებს განვითარებული ქვეყნების ძირითად ფინანსურ ბაზრებზე. განვითარებად ქვეყნებზე კრიზისის გავლენამ კი ეტაპობრივად იჩინა თავი. ბოლო ათწლეულში ფინანსური კრიზისები ახალ გამოწვევას წარმოადგენს, როგორც განვითარებული, ასევე განვითარებადი ქვეყნებისთვის. 1990-იანი წლებში დაფიქსირებულ კრიზისებთან შედარებით, ბოლო პერიოდის ფინანსური კრიზისების მოქმედების მექანიზმები

განსხვავებულია. ამჯერად, განვითარებადი ქვეყნები არიან მსოფლიოს წამყვან ფინანსურ ბაზრებზე დაწეული რყევების “მსვერპლნი”.

განვითარებადი ქვეყნების საერთაშორისო ორგანიზაციის, “სამხრეთის ცენტრის” ხელმძღვანელის მარტინ ქორის განცხადებით: “გლობალური ფინანსური კრიზისის საფუძველი უნდა ვეძებოთ ამერიკის შეერთებული შტატებისა და სხვა განვითარებული ქვეყნების ფინანსური და ეკონომიკური პოლიტიკის მიმართულებებში. განვითარებადი ქვეყნები არ არიან კრიზისზე პასუხილმსგებელნი, მაგრამ მისი გავლენით განიცდიან ზარალს”<sup>60</sup>.

კრიზისის შემდგომი პერიოდის გლობალური ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშებში<sup>61</sup> საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა შეამცირა განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის პროგნოზები და გაზარდა ინფლაციის რისკის მაჩვენებელი. საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე სესხება გართულდა და ინვესტორების რისკის მიმართ განწყობა გაუარესდა. თუმცა, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის თანახმად, გლობალური ფინანსური კრიზისის ფონზე განვითარებადი ქვეყნები მნიშვნელოვანწილად ახერხებენ თავი გაართვან ადგილობრივი ფინანსური სექტორისა და ეკონომიკის სტაბილიზაციის პროცესს.

გლობალური ფინანსური კრიზისის გავლენა სხვადასხვა ქვეყნებზე განსხვავებული იყო, მაგრამ ცხადად გამოიკვეთა კრიზისის უარყოფითი შედეგების გადაცემის მსგავსი მექანიზმები. განვითარებულ ქვეყნებში დაწეული ფინანსური კრიზისი განვითარებად ქვეყნებს უმთავრესად ფინანსური ნაკადების და საერთაშორისო ვაჭრობის არხების გავლით გადაეცათ.

---

<sup>60</sup> Gurtner B. *The Financial and Economic Crisis and Developing Countries, International development Policy Journal*, p. 189-213, Geneva, 2010.

<sup>61</sup> <http://www.imf.org/en/publications/gfsr>

გავლენა განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური ნაკადების შედინების შემცირების არხით. მსოფლიოს წამყვან საფონდო ბირჟებზე 2008 წლის მაისში მომხდარი კოლაფსი მოკლე პერიოდში გადაეცა წამყვან განვითარებად ქვეყნებს. მაგალითად, ჩინეთის, ინდოეთის, რუსეთის და ბრაზილიის საფონდო ბირჟებზე მომენტალურად აისახა კრიზისის ეფექტი. გავლენა იმდენად სწრაფი იყო, რომ ერთი კვირის განმავლობაში მორგან სტენლის განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური ბაზრების ინდექსი (Morgan Stanley Capital International Emerging Market Index, MSCI)<sup>62</sup>, რომელიც 24 განვითარებად ქვეყანაში საფონდო ბირჟების მდგომარეობას ასახავს 23%-ით დაეცა.

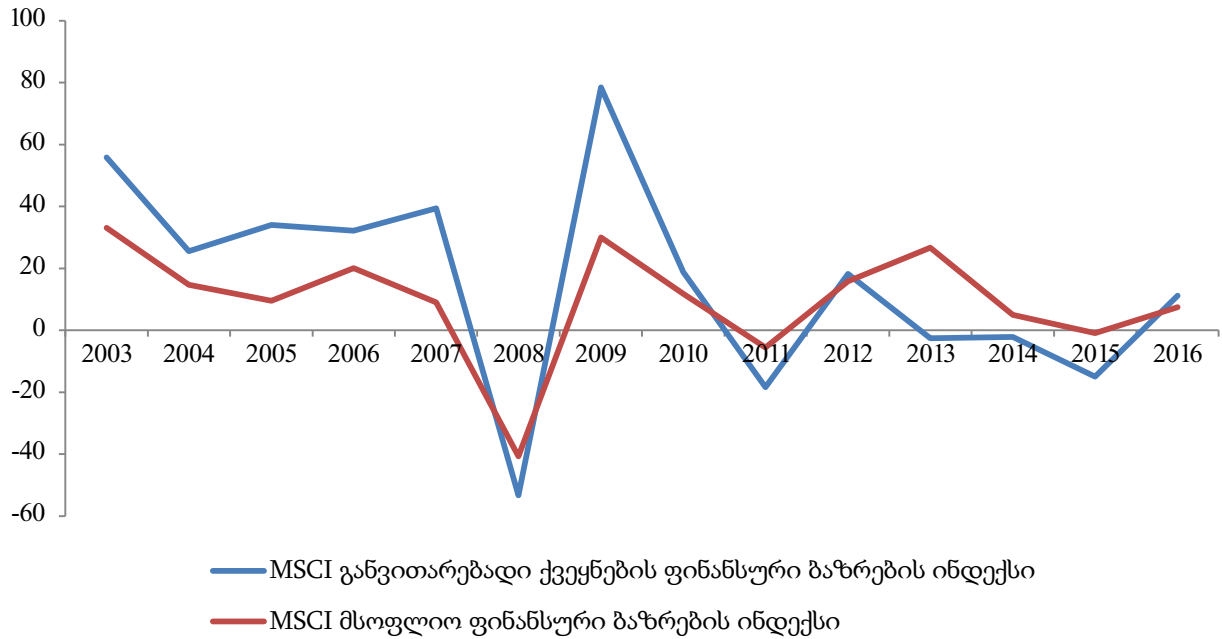
როგორც უკვე აღინიშნა, ეს სწრაფი ეფექტი გამოწვეული იყო საერთაშორისო ფინანსურ ბაზარზე ინდექსის დათვლაში შემავალი განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური სექტორების მაღალი ინტეგრაციის ფაქტორით<sup>63</sup>. განსაკუთრებით დაზარალებულნი ქვეყნები, რომელთა სახელმწიფო ფონდების ფინანსური რეზერვები მიმართული იყო “ტოქსიკური” და კრიზისის დროს მნიშვნელოვნად გაუფასურებული სინგაპურისა და ნავთობმწარმოებელი ქვეყნების ფასიან ქაღალდებში. ყოველივე ზემოაღნიშნულის შედეგად განვითარებად ქვეყნებში კაპიტალის შედინება მკვეთრად შემცირდა.

---

<sup>62</sup> <https://www.msci.com/emerging-markets>

<sup>63</sup> 1998 წელს მორგან სტენლიმ შეიმუშავა განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური ბაზრების შეფასების ინდექსი, რომელიც თავდაპირველად მოიცავდა მხოლოდ ათ ქვეყანას, რომელიც ჯამში მსოფლიო ბაზრის კაპიტალიზაციის 1%-ს შეადგენდა. დღეის მდგომარეობით ინდექსი აერთიანებს ოცდაათს ქვეყანას (ბრაზილია, ჩილე, კოლუმბია, მექსიკა, პერუ, ჩეხეთი, ეკვიპტე, საბერძნეთი, უნგრეთი, პოლონეთი, ყატარი, რუსეთი, სამხრეთ აფრიკა, თურქეთი, არაბთა გაერთიანებული საემიროები, ჩინეთი, ინდოეთი, ინდონეზია, კორეა, მალაიზია, პაკისტანი, ფილიპინები, ტაივანი და ტაილანდი) და მსოფლიო ბაზრის კაპიტალიზაციის 24%-ს მოიცავს.

გრაფიკი №6. MSCI განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური ბაზრების ინდექსი



წყარო: <https://www.msci.com/web/msci>

მაგალითისთვის, მსოფლიო ბანკის მონაცემების თანახმად 2007 წელთან შედარებით (1,160 მილიარდი აშშ დოლარი) 2008 წელს კაპიტალის შედინება აღნიშნულ ქვეყნებში 60%-ით შემცირდა. შესაბამისად, არა მხოლოდ პორტფელური და საბანკო სექტორის საგარეო ფინანსური რესურსების მოზიდვა დაეცა, არამედ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ნაკადების ზრდის ტემპიც მნიშვნელოვნად შენედა. აღნიშნული მონაცემების მოკლე შემაჯამებელი სტატისტიკა მოცემულია ცხრილ №2-ზე.

**ცხრილი №2. კაპიტალის ნაკადები განვითარებულ ქვეყნებში,  
მილიარდი აშშ დოლარი**

	2005	2006	2007	2008
წმინდა კაპიტალის ნაკადები, კერძო და სახელმწიფო	498.7	668.3	1157.7	727.3
კერძო ნაკადები (ინვესტიციები და სესხები)	569.7	739.2	1157.5	706.9
კერძო საინვესტიციო ნაკადები	347.2	462.7	658.6	599
პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები	279.1	358.4	520	583
პორტფელური ინვესტიციები	68.1	104.3	138.6	15.7
კერძო საკრედიტო ნაკადები	222.5	276.5	498.9	107.9
ბონდები	56.2	26.6	85.4	10.5
საბანკო სესხები	84.2	144.6	214.5	123
სხვა ტიპის სესხები	-4.5	-4.8	-3.5	-9.3
მოკლევადიანი სესხები	86.6	110.1	202.5	-16.3
<b>სახელმწიფო სესხის ნაკადები</b>	<b>-71</b>	<b>-70.9</b>	<b>0.2</b>	<b>20.4</b>
მსოფლიო ბანკი	2.8	-0.4	4.9	7.1
საერთაშორისო სავალუტო ფონდი	-40.1	-26.7	-5.1	10.9
სხვა	-33.7	-43.8	0.4	2.4

წყარო: მსოფლიო ბანკი, *Global Development Finance*,

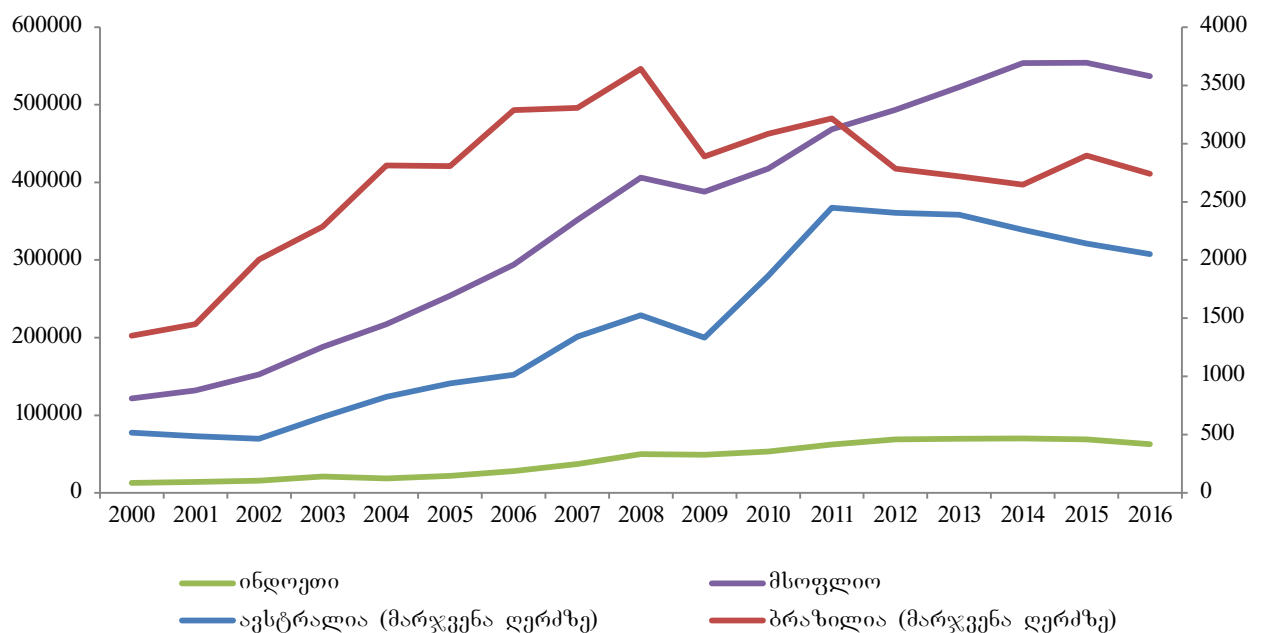
<http://journals.openedition.org/poldev/docannexe/image/144/img-1.png>

ეკონომიკური თეორია და ემპირიული კვლევები განვითარებად ქვეყნებზე პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დადებით გავლენას უსვამს ხაზს. თუმცა, ისიც აღსანიშნავია, რომ უკანასკნელი პერიოდის კვლევები პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების პოტენციურ რისკებზეც მიუთითებს. სწორედ ამიტომ, განვითარებადი ქვეყნების მცდელობა მიმართული უნდა იყოს, ზოგადად, როგორც

ადგილობრივი, ასევე უცხოური ინვესტიციებისთვის საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესებისკენ.

გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს, საქართველოს მსგავსად, ბევრ განვითარებად ქვეყანაში მკვეთრად დაეცა ფულადი გზავნილების ნაკადები. ინდოეთი და სხვა დიდი განვითარებადი ქვეყნები, რომელთა მოსახლეობის ნაწილის მსყიდველობითუნარიანობა დიდწილად ფულად გზავნილებზე იყო დამოკიდებული ამ პროცესით მნიშვნელოვნად დაზარალდა. გზავნილების შემცირების მთავარი მიზეზი განვითარებულ ქვეყნებში ემიგრანტების დასაქმების შემცირება გახდა.

**გრაფიკი №7. ფულადი გზავნილების ნაკადები,  
მლნ. აშშ დოლარი**

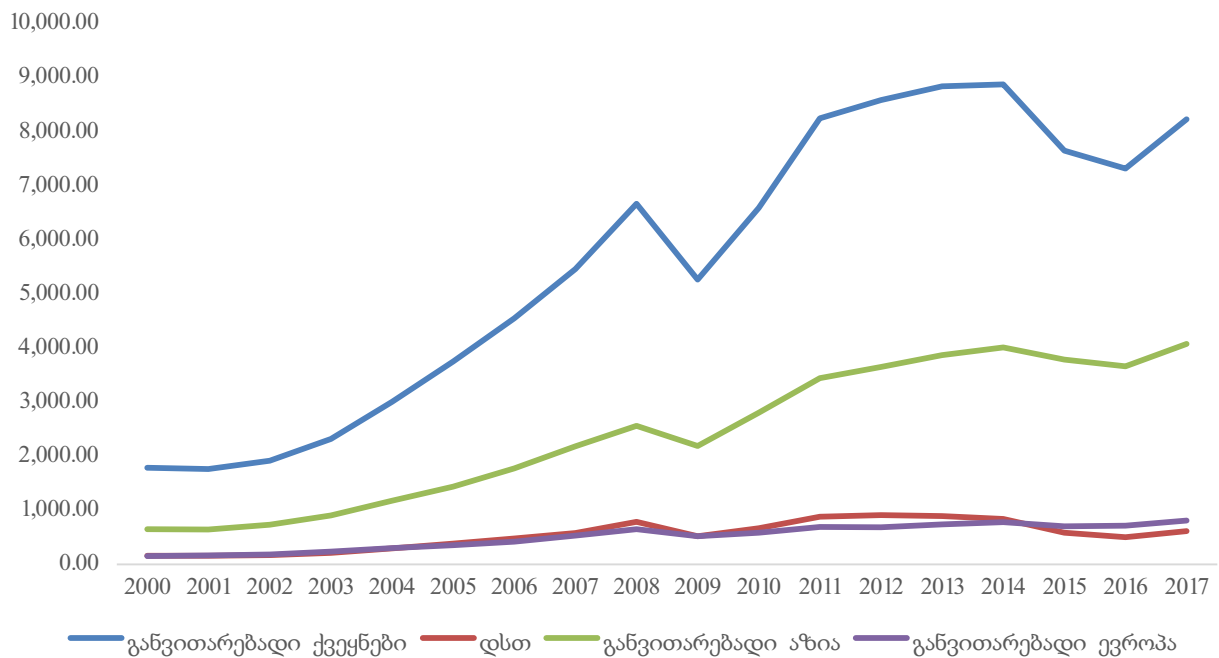


წყარო: მსოფლიო ბანკი, <https://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.CD.DT>



**გავლენა საგარეო ვაჭრობის არხით.** საგარეო მოთხოვნაზე მნიშვნელოვნად დამოკიდებულ განვითარებად ქვეყნებზე უარყოფითად აისახა 2008 წლის ფინანსური კრიზისი და 2013-2014 წლების გლობალური მოთხოვნის შემცირება. გლობალური კრიზისის დროს განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის შენელება საგარეო მოთხოვნის შემცირების მიზეზი ხდება და მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს განვითარებადი ქვეყნების ექსპორტზე.

**გრაფიკი №8. ექსპორტის მაჩვენებლები ქვეყნების ჯგუფების მიხედვით<sup>64</sup>**



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>

მსოფლიო გლობალური ფინანსური კრიზისის გადრმავებას ხელი შეუწყო განვითარებადი ქვეყნებიდან საქონელსა და მომსახურებაზე მოთხოვნის მკვეთრმა შემცირებამ. ჩინეთის და ინდოეთის ეკონომიკური ზრდის შენელებას ენერგორესურსებზე და წიაღისეულზე ამ ქვეყნების მოთხოვნის კლება მოყვა. მსოფლიო მასშტაბით ექსპორტის მოცულობებისა და ღირებულების კლებამ

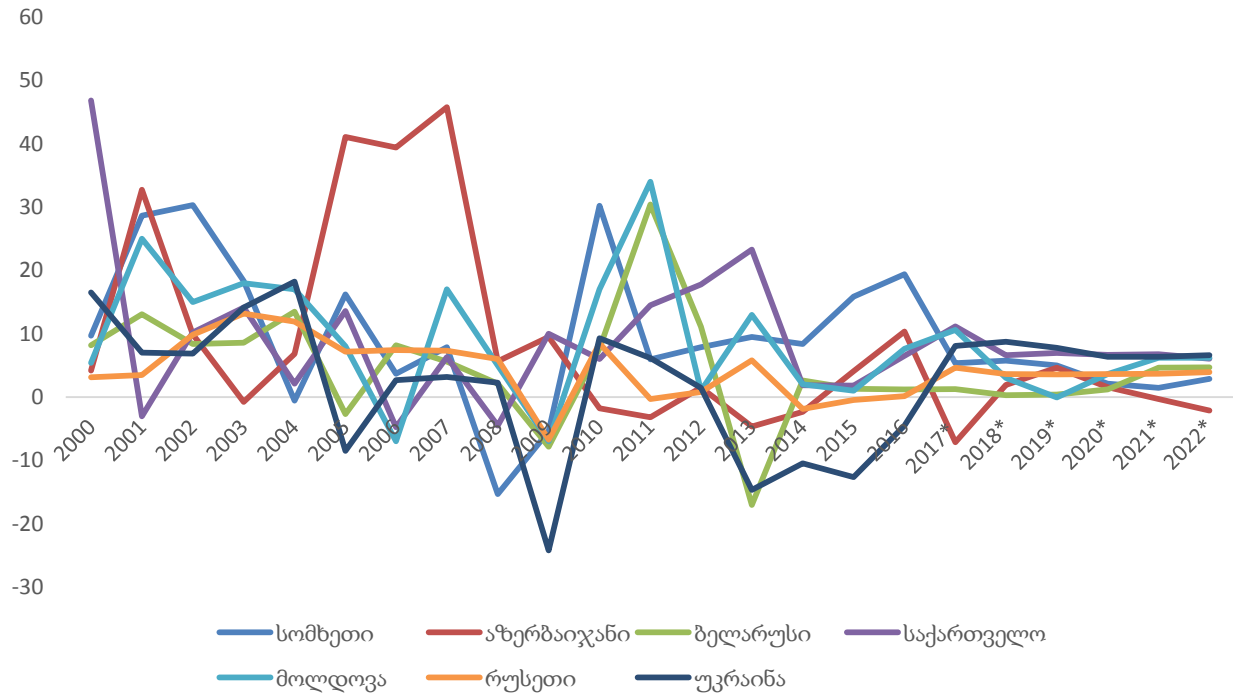
<sup>64</sup> გრაფიკზე “განვითარებადი ქვეყნები” მოიცავს წლების მიხედვით, 154 განვითარებადი ქვეყნის ექსპორტის ჯამურ მაჩვენებელს. “განვითარებადი აზია” აერთიანებს 30 აზიის განვითარებად სახელმწიფოს. “განვითარებადი ევროპა” კი მოიცავს აღმოსავლეთ ევროპის 12 განვითარებად სახელმწიფოს.

სხვადასხვა განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების (მათ შორის საქართველოს) საექსპორტო შემოსავლების კლება და მიმდინარე ანგარიშის სადღოს გაუარესება გამოიწვია. 2009 წლის პირველ ექვს თვეში ყველაზე დაბალშემოსავლიანი ორმოცდაათი განვითარებადი ქვეყნის ექსპორტის მოცულობის კლებამ 45%-ს მიაღწია. რაც უფრო მაღალი იყო ამერიკის შეერთებული შტატების, ევროპისა და სხვა განვითარებულ ქვეყნებთან სავაჭრო კავშირები, მით უფრო ძლიერი იყო საერთაშორისო ვაჭრობის არხით კრიზისის გადაცემის მექანიზმი. ამ კუთხით, მექსიკის ამერიკის შეერთებულ შტატებზე მნიშვნელოვანი სავაჭრო დამოკიდებულება კარგ მაგალითად გამოდგება.

მნიშვნელოვანია აღინიშნოს სხვა ქვეყნების მაგალითებიც: ბანგლადეშის ტექსტილის ექსპორტის მაღალი დადებითი მაჩვენებელი სწრაფად დაეცა და 2009 წლის აპრილის შემდეგ უარყოფითი გახდა. იმავე პერიოდში კენიაში შემცირდა ყვავილების ექსპორტის მაჩვენებელი. 2009 წლის პირველივე კვარტალში ზამბიაში ექსპორტიდან მიღებული შემოსავალი განახევრდა. კარიბის და აფრიკის ტურისტული ზონების შემოსავლებიც სწრაფად შემცირდა. საბოლოო ჯამში, რაც უფრო მაღალი იყო ექსპორტის წილი მთლიან შიდა პროდუქტში, მით უფრო ძლიერდებოდა საგარეო ვაჭრობის არხით კრიზისის გადაცემის მექანიზმი.

2008-2009 წლებში მნიშვნელოვნად დაიკლო საქართველოს და რეგიონის სხვა ქვეყნების ექსპორტის მაჩვენებლებმაც, რაც ძირითადად განვითარებული ქვეყნებიდან საგარეო მოთხოვნის შემცირების შედეგს წარმოადგენს. კლება განსაკუთრებით შეეხო აზერბაიჯანისა და უკრაინის ექსპორტს. შემცირდა უმეტესი სასაქონლო ჯგუფების ექსპორტი, როგორც რეალურ, ისე ნომინალურ გამოსახულებაში.

გრაფიკი №9. საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის მოცულობა,  
(პროცენტული ცვლილება)



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/weoselgr.aspx>

გლობალური ფინანსური კრიზისის პერიოდში ექსპორტის კლების პრობლემა შეეხო განვითარებულ ქვეყნებსაც. იმ განსხვავებით, რომ აღნიშნულ ქვეყნებში კლების მასშტაბი იყო ერთმანეთის იდენტური, კერძოდ, ექსპორტის კლება 2007 წლის ბოლოს დაიწყო და პიკს 2009 წელს მიაღწია. აქვე აღსანიშნავია, რომ მიუხედავად ექსპორტის მოცულობის დრამატული შემცირებისა, განვითარებულ ქვეყნებში, ისევე როგორც განვითარებადებში, თავდაპირველ მოცულობებზე დაბრუნების ტემპი იყო საკმაოდ სწრაფი.

გრაფიკი №10. საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის მოცულობა (G7 ქვეყნები),  
(პროცენტული ცვლილება)



წყარო: საერთაშორისო საეკონომიკო ფონდი,

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2017/02/weodata/weose1gr.aspx>

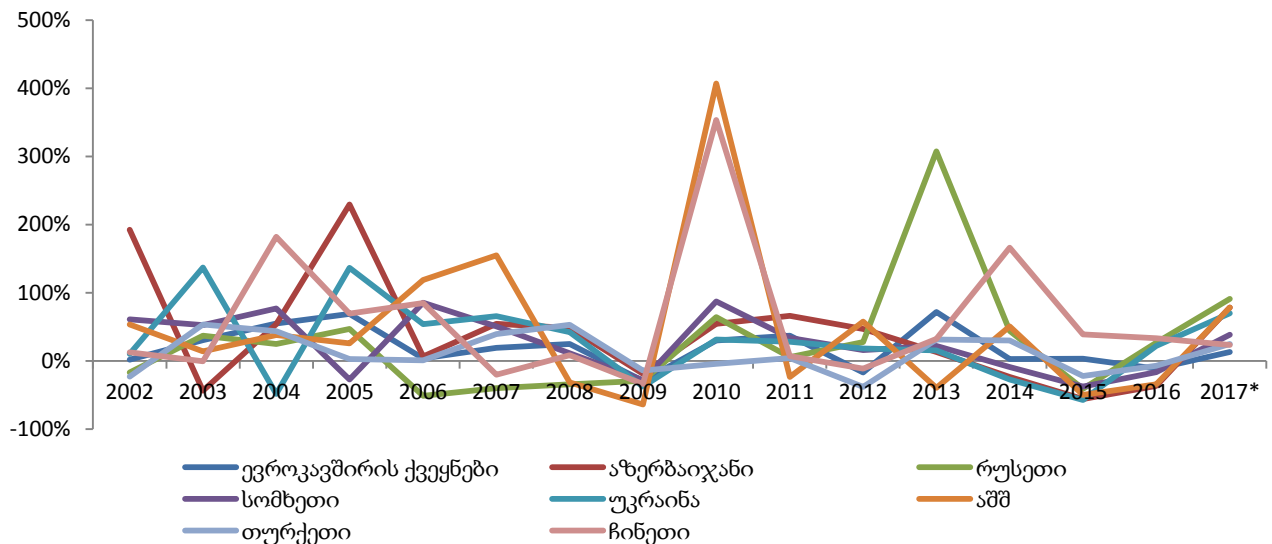
რაც შეეხება საქართველოდან განხორციელებული ექსპორტის ცვლილების ტენდენციას, გლობალური ფინანსური კრიზისით გამოწვეული ექსპორტის მოცულობის კლება არ იყო დრამატული. ამ კუთხით საქართველო უფრო 2014-2015 წლებში, რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტისა და მსოფლიო მოთხოვნის მკვეთრი შემცირების ფონზე დაზარალდა.

აღსანიშნავია 2014 წლიდან აზერბაიჯანში განხორციელებული ავტომობილების რეექსპორტის მკვეთრი კლება. აღნიშნულის მიზეზი 2014 წლის 1 აპრილიდან აზერბაიჯანის ევრო 4-ის სტანდარტზე<sup>65</sup> გადასვლა გახლდათ. აქვე

<sup>65</sup> აზერბაიჯანში შემოღებული ევრო 4-ის სტანდარტი გულისხმობს სატრანსპორტო საშუალებიდან ტოქსიკური გამონაბოლქვის დონის რეგულირებას. რეგულაციის შემოღების შემდეგ აზერბაიჯანში 2014 წლის პირველი აპრილიდან აიკრძალა 2005 წლამდე ევროკავშირში, 2004 წლამდე ამერიკის შეერთებულ შტატებში და 2001 წლამდე იაპონიაში წარმოებული ავტომობილების იმპორტი.

უნდა აღინიშნოს ყაზახეთის მიმართულებით 2012 წლიდან მსუბუქი ავტომობილების ექსპორტის მკვეთრი შემცირება, რაც დაკავშირებულია ყაზახეთის ევრაზიულ ეკონომიკურ სივრცეში გაერთიანების ფაქტთან. შედეგად, 2012 წლიდან, ყაზახეთში მსუბუქი ავტომობილების ექსპორტი თითქმის შეწყდა. ეს მაშინ, როდესაც 2011 წელს, წინა წელთან შედარებით, საქართველოდან ყაზახეთში ავტომობილების ექსპორტს აზერბაიჯანთან შედარებით უფრო მაღალი ზრდის ტემპი ქონდა<sup>66</sup>.

**გრაფიკი №11. საქართველოს საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის მოცულობა (ძირითად საავტრო პარტნიორ ქვეყნებში), (პროცენტული ცვლილება)**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo)

საქართველოსთვის, გარდა გლობალური ფინანსური კრიზისისა, მნიშვნელოვანია 2014-2017 წლების რუსეთის ფინანსური კრიზისი და 2014-2016 წლების რუსეთ-უკრაინის კრიზისი, რომელთა შედეგადაც საქართველოს საექსპორტო საქონელზე მოთხოვნა და ამ ქვეყნებიდან საქართველოში განხორციელებული ფულადი გზავნილების მოცულობა მკვეთრად დაეცა. ამ

<sup>66</sup> გერაძე რ. საქართველოს საავტომობილო ბაზრის პრობლემები, “ფორბს ჯორჯია”, 2015. <http://forbes.ge/blog/88/saqarTvelos-saavtomobilo-bazris-problemebi>

ყველაფერს თან დაერთო 2014 წლის მეორე ნახევრიდან საქართველოსა და მის ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში (თურქეთი, აზერბაიჯანი, სომხეთი, უკრაინა, რუსეთი) აშშ დოლართან მიმართებაში ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსების კოლაფსი.

უნდა აღინიშნოს, რომ ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების მასშტაბი უმეტესი ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნის გაცვლითი კურსის გაუფასურების ტემპს ჩამორჩებოდა.

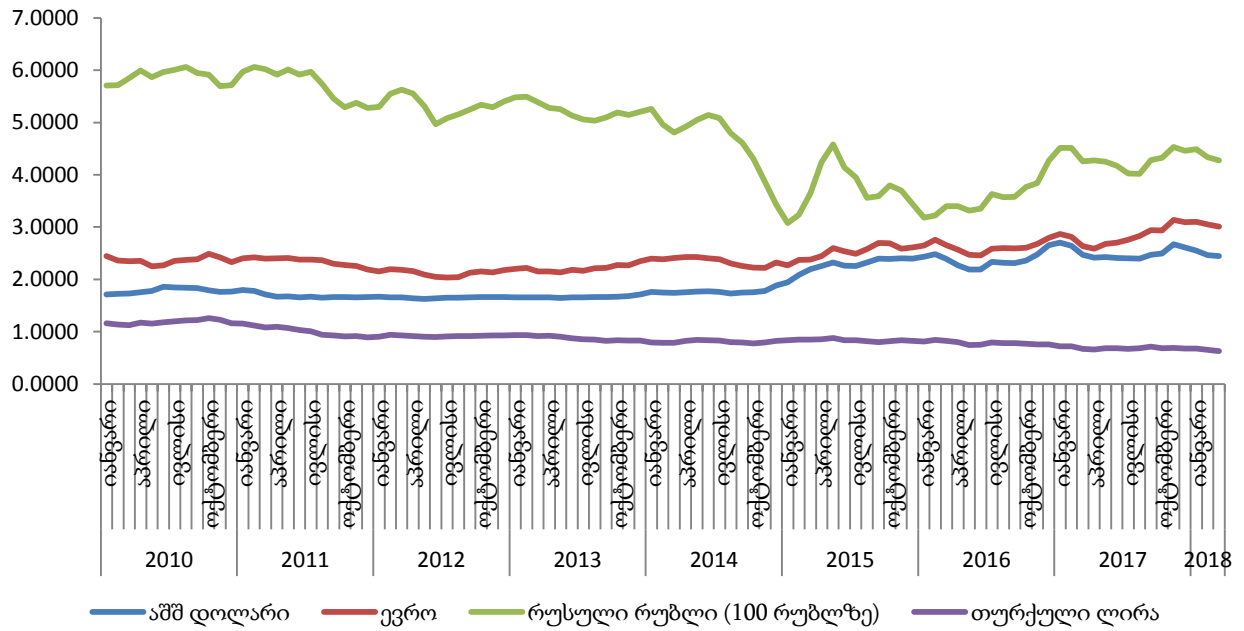
### ცხრილი №3. შერჩეული ვალუტების გაუფასურების მაჩვენებლები

ვალუტა	2014 წლის 1 ნოემბერი	2018 წლის 1 იანვარი	გაუფასურება, პროცენტი
ქართული ლარი (GEL)	1.7542	2.5922	48%
თურქული ლირა (TRY)	2.2171	3.7719	70%
აზერბაიჯანული მანათი (AZN)	0.7844	1.7001	117%
რუსული რუბლი (RUB)	41.9627	57.6002	37%
სომხური დრამი (AMD)	411.26	484.10	18%
100 უკრაინული გრივნა (UAH)	1295.0684	2806.7223	117%

*წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, თურქეთის, აზერბაიჯანის, სომხეთის, რუსეთის, უკრაინის ცენტრალური ბანკები.*

2018 წლის პირველი იანვრის მონაცემებით, 2014 წლის პირველ ნოემბერთან შედარებით (როდესაც გაუფასურების ტალღა დაიწყო) ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურება დაახლოებით 48%-ს შეადგენს. ყველაზე მნიშვნელოვნად აზერბაიჯანული მანათი და უკრაინული გრივნა გაუფასურდა. 2015 წლის დეკემბერში აზერბაიჯანის ცენტრალურმა ბანკმა გადაწყვიტა მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმზე გადასვლა, რამაც აზერბაიჯანული მანათის მკვეთრი გაუფასურება გამოიწვია. შედარებით დაბალი გაუფასურებით გამოირჩა სომხური დრამი, რაც მნიშვნელოვანწილად საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე სომხეთის ფინანსური ბაზრის შედარებით დაბალი ინტეგრაციის დონეს უკავშირდება.

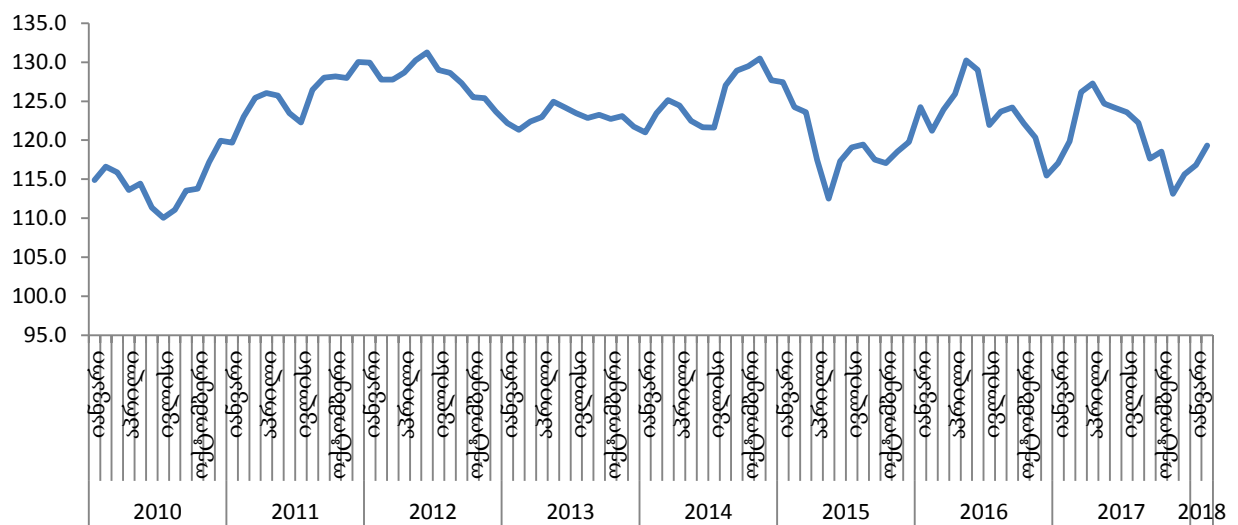
გრაფიკი №12. ლარის გაცვლითი კურსი შერჩეული ვალუტების მიმართ



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

ლარის რეალური გაცვლითი კურსის ინდექსი 2014 და 2016 წლების მეორე ნახევარში მნიშვნელოვნად დაეცა, მაგრამ ზოგადად, ნაკლები მერყეობითა და გაუფასურების ტენდენციით ხასიათდება ვიდრე ნომინალური გაცვლითი კურსი.

გრაფიკი №13. ლარის რეალური გაცვლითი კურსის ინდექსი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

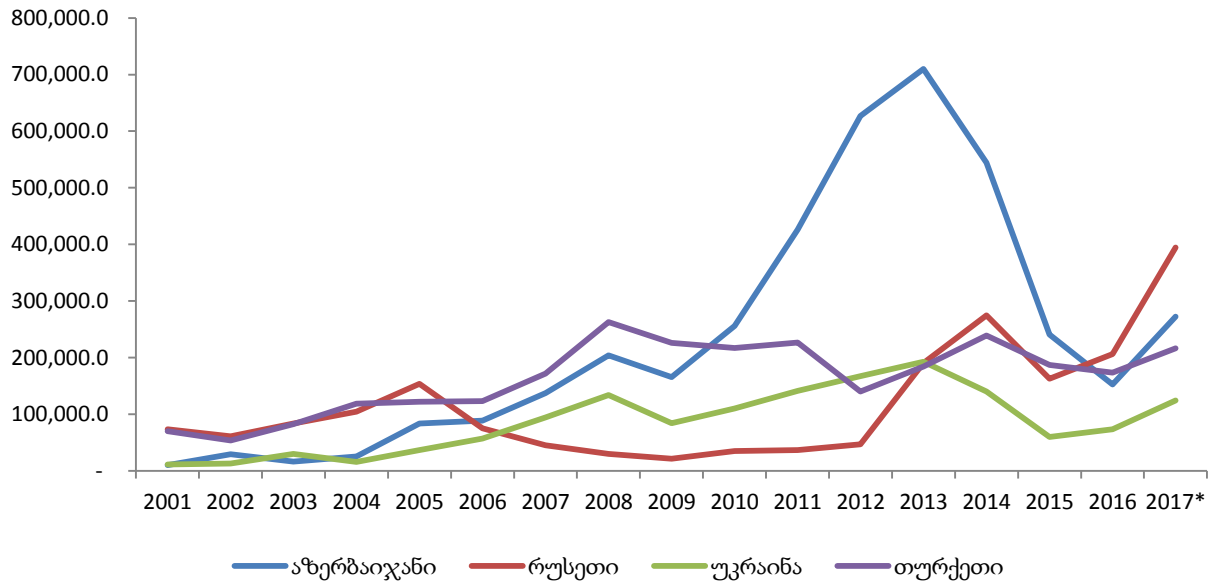
2014-2017 წლების რუსეთის ფინანსურ კრიზისის მნიშვნელოვანწილად საფუძველი დაუდო 2014 წელს ნავთობის ფასის ვარდნამ, რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტმა და რუსეთის წინააღმდეგ დაწესებულმა ეკონომიკურმა სანქციებმა, რასაც თან დაერთო რუსული რუბლის გაცვლითი კურსის კოლაფსი. ინვესტორებში გაჩენილმა უარყოფითმა მოლოდინებმა განაპირობა მათ მიერ რუსული აქტივების გასხვისების პროცესის დაწყება, რამაც რუსეთის ფინანსური კრიზისის დაწყების შესახებ მნიშვნელოვანი ეჭვები გააჩინა. აღნიშნულმა უარყოფითი გავლენა იქონია არა მარტო რუსეთზე, არამედ რეგიონალურ ფინანსურ და რეალურ სექტორებზე.

რუსეთის მსგავსად აზერბაიჯანის ეკონომიკა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ნავთობის ექსპორტზე. შესაბამისად, ნავთობის ფასების კლებამ მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა იქონია ამ ორ ქვეყანაში საქართველოს საექსპორტო საქონელზე არსებულ მოთხოვნაზე. საქართველოდან განხორციელებულ ექსპორტზე უარყოფითად აისახა რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტიც. ექსპორტის მოცულობა თურქეთში არ გამოირჩეოდა მნიშვნელოვანი მერყეობით.

აღნიშნულ ქვეყნებში საქართველოდან განხორციელებული საქონლის ექსპორტის მოცულობის აშკარა გამოცოცხლება შეინიშნება 2017 წელს, რაც ნავთობის ფასების კვლავ ზრდასა და რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტის დარეგულირებას უკავშირდება.



გრაფიკი №14. საქართველოს ექსპორტი შერჩეული ქვეყნების მიხედვით  
(ათასი აშშ დოლარი)



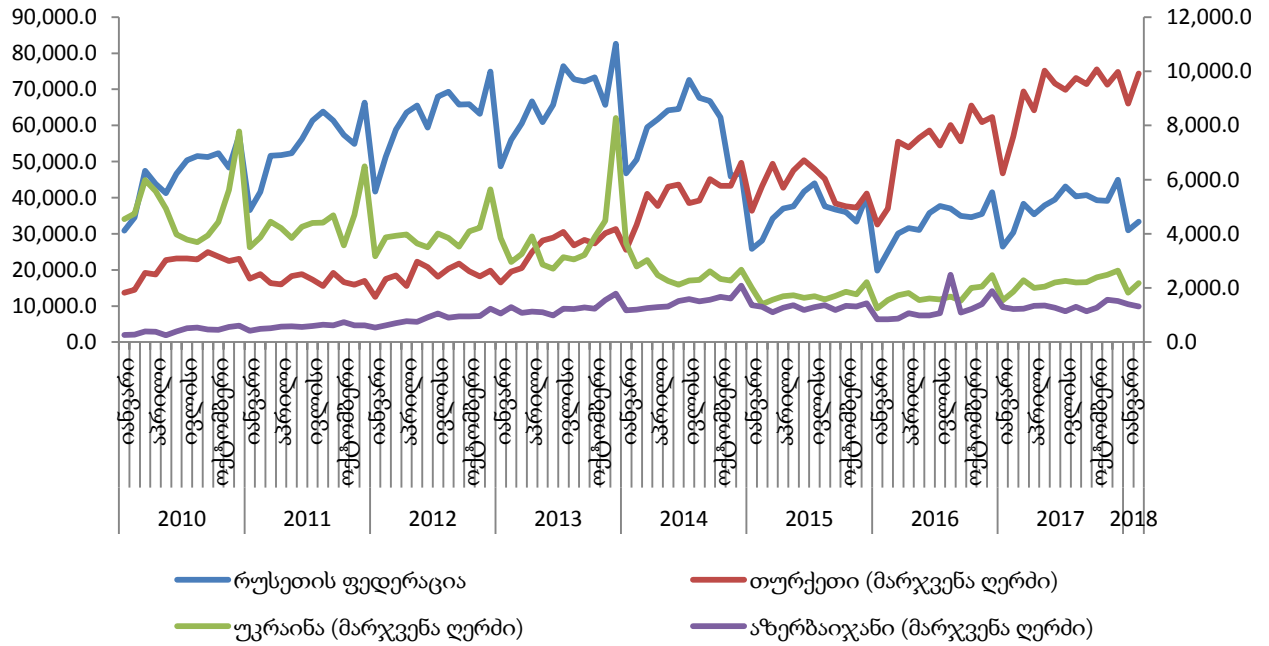
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo)

რუსეთში, უკრაინასა და თურქეთში დაფიქსირებული ვალუტის კურსების მკვეთრი გაუფასურების და ეკონომიკური ზრდის შენელების შედეგად მნიშვნელოვნად დაეცა საქართველოში ამ ქვეყნებიდან განხორციელებული ფულადი გზავნილების მოცულობაც.

2018 წლის აგვისტოში ლირის გაუფასურების შედეგად თურქეთის ფინანსურ ბაზარზე დაწყებული კრიზისი საქართველოსთვის უახლეს საგარეო საფრთხეს წარმოადგენს და არის რეგიონალური თუ საერთაშორისო ფინანსური კრიზისის ჩვენს ქვეყანაზე უარყოფითი გავლენის კიდევ ერთი მაგალითი. უახლოეს მოავალში მოსალოდნელია თურქეთიდან ფულადი გზავნილების შემცირება და ამ ქვეყანაში საქართველოს ექსპორტის მოცულობის კლება.

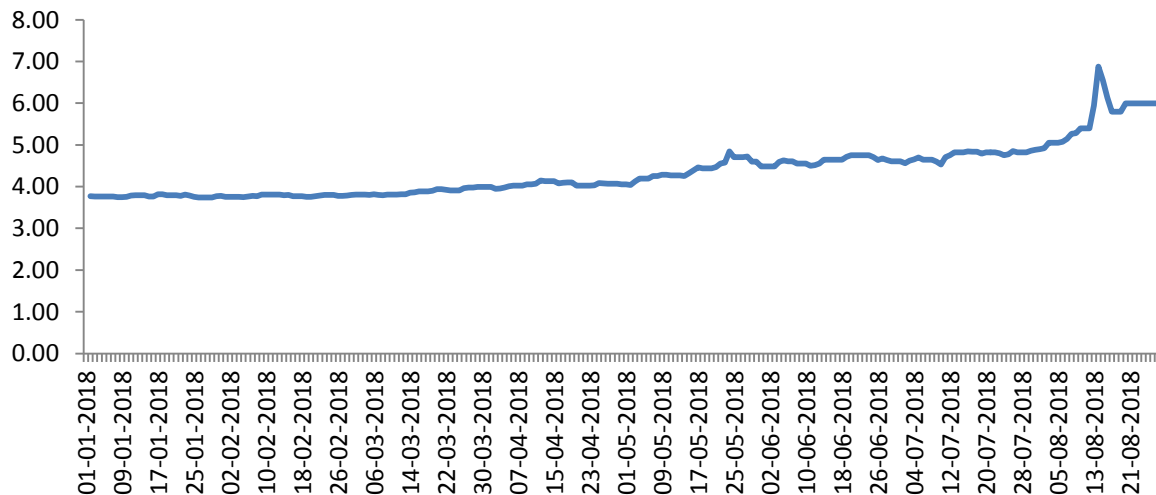
**გრაფიკი №15. ფულადი გზავნილების მოცულობა შერჩეული ქვეყნების მიხედვით  
(ათასი აშშ დოლარი)**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

2018 წლის აგვისტოს დასაწყისში თურქულმა ლირამ კოლაფსი განიცადა და 20 პროცენტით გაუფასურდა.

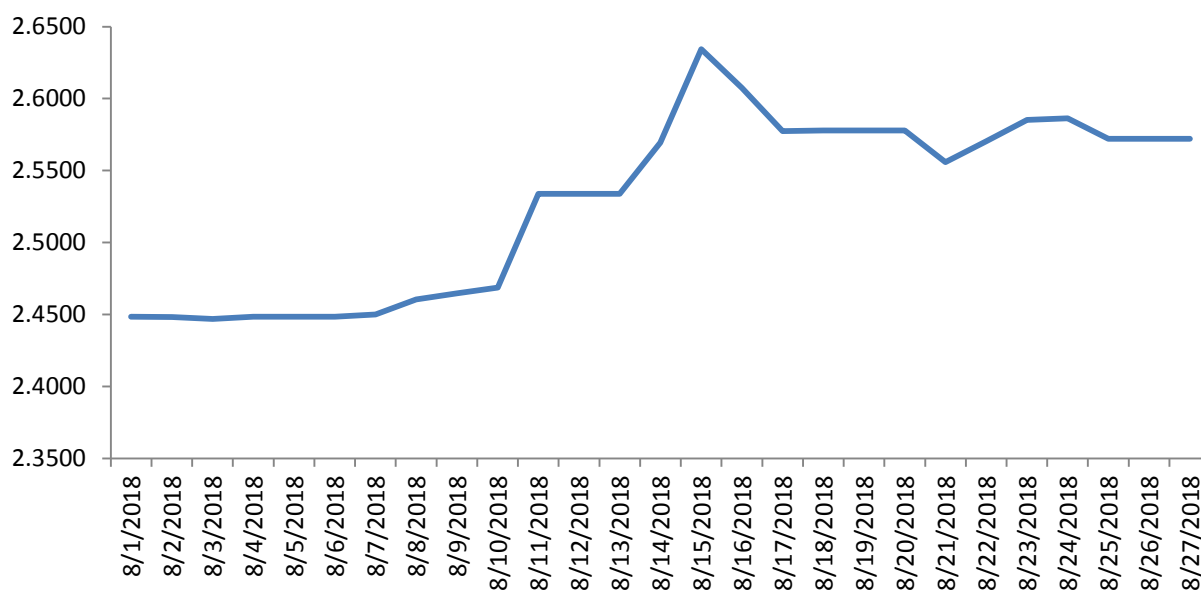
**გრაფიკი №16. თურქული ლირის ნომინალური გაცვლითი კურსი აშშ დოლარის მიმართ**



წყარო: თურქეთის ცენტრალური ბანკი, <http://www.tcmb.gov.tr/>

აღნიშნულ მოვლენას მსოფლიო ფინანსურ ბაზრებზე დიდი გამოხმაურება მოყვა. გაჩნდა განცდა, რომ შესაძლოა თურქეთში დაწყებულ პროცესებს მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა ჰქონოდა სხვა განვითარებად ქვეყნებზე. თურქეთი საქართველოს მეზობელი ქვეყანაა, რომელთანაც ჩვენს ქვეყანას მნიშვნელოვანი სავაჭრო და ფინანსური კავშირები აქვს. ცხადია, მეზობელი ქვეყნების ფინანსურ ბაზრებზე მსგავს მერყეობას გავლენა აქვს საქართველოს ფინანსურ სისტემაზე. 2018 წლის აგვისტოს დასაწყისში ლარის მკვეთრი გაუფასურების ერთ-ერთ მიზეზად სწორედ თურქეთში დაწყებული პროცესები სახელდება.

**გრაფიკი №17. ლარის ოფიციალური გაცვლითი კურსი  
აშშ დოლარის მიმართ**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

გაუფასურებასთან დაკავშირებით დაწყებულ პროცესებთან ერთად დაბალმა საპროცენტო განაკვეთებმა ხელი შეუწყო თურქეთში ინფლაციის მაჩვენებლის თითქმის 16 პროცენტამდე ზრდას, შედეგად თურქეთი უკვე ინფლაციასაც ებრძვის. ლარის გაუფასურებასთან ერთად არ დააყოვნა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ თურქეთის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზის

შემცირებამ. 2018 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზმა 4.4 პროცენტი შეადგინა 2017 წლის 7 პროცენტიანი ზრდის შემდეგ.

უცხოელმა ინვესტორებმა დაიწყეს თურქეთიდან ფინანსური რესურსის გატანა. აღნიშნული, თავის მხრივ, უცხოელი ინვესტორების მიერ ლირის გაყიდვასა და ამერიკული დოლარის ან სხვა ვალუტის ყიდვას ნიშნავს, რაც კიდევ უფრო ზრდის წნეხს თურქული ვალუტის გაცვლით კურსზე.

ზემოხსენებული მოვლენები რამდენიმე კუთხით არის მნიშვნელოვანი დანარჩენი სამყაროსთვის. პირველ რიგში, თურქული კრიზისის გარკვეული ელემენტები გვიჩვენებს, თუ როგორ შეიძლება, სხვა განვითარებად ქვეყნებში მსგავსი კრიზისის დროს, ფინანსური ბაზრები აღმოჩნდნენ უცხოელი ინვესტორების გასვლის საფრთხის წინაშე. ბოლო პერიოდში, ინვესტორები სამყაროს მდიდარი ნაწილიდან ხშირად აბანდებენ ფინანსებს ისეთი ქვეყნებში როგორც თურქეთი, სამხრეთ აფრიკა და არგენტინაა. აღნიშნული პროცესი მიმზიდველი იყო ინვესტორებისთვის, რადგან ამერიკის შეერთებულ შტატებსა და სხვა განვითარებულ ქვეყნებში საპროცენტო განაკვეთები უკიდურესად დაბალ მაჩვენებლებზეა. განვითარებულ ქვეყნებში დაბალი საპროცენტო განაკვეთების მიზეზს 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ ამ ქვეყნების მიერ ეკონომიკური ზრდის წახალისების მცდელობა წარმოადგენს.

დღეს კი, ამერიკის შეერთებული შტატების ისევ ძლიერი ეკონომიკის ფონზე, ფედერალური სარეზერვო სისტემა კვლავ მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას მიმართავს, რაც ამერიკული ბაზრით ინვესტორების დაინტერესებას ზრდის და ხელს უწყობს ამერიკული დოლარის გაძლიერებას. მყარი დოლარი ცუდი სიახლეა იმ ქვეყნებისთვის, რომელთაც ვალდებულებები აღნიშნულ ვალუტაში აქვთ აღებული.

ისტორიას თუ გადავხედავთ, 1994 წელს მექსიკის ეროვნული ვალუტის, პესოს გაუფასურება, მომავალი ფინანსური არასტაბილურობის მიზეზი გახდა და ცნობილია როგორც მექსიკური პესოს კრიზისი. 1997 წელს ტაილანდური ბატის გაუფასურებას მოყვა აღმოსავლეთ აზიის ფინანსური კრიზისი. 1998 წელს რუსული რუბლის გაუფასურებამ კი მნიშვნელოვანი პრობლემები შეუქმნა ბევრი განვითარებადი ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებლებს.

განხილული ფინანსური კრიზისების გავრცელების ერთ-ერთი გზა საბანკო სისტემა იყო. უცხოური ბანკები ასესხებდნენ ფინანსურ რესურსს განვითარებადი ქვეყნების კომპანიებზე, რომლებიც ფინანსური კრიზისის დროს ვეღარ ახერხებდნენ ვალდებულებების გასტუმრებას. აღნიშნული მყისიერად აისახებოდა გამსესხებელი ქვეყნების საბანკო სექტორის ფინანსურ სტაბილურობაზე.

მსგავსი სურათია დღეს თურქეთის კრიზისის შემთხვევაშიც. რიგ იტალიურ, ესპანურ და ფრანგულ მსხვილ ბანკებს შეიძლება პრობლემები შეექმნათ თურქულ კომპანიებზე გაცემული კრედიტების ამოღების პროცესში. აღნიშნული, ამ ეტაპზე, არ წარმოადგენს გლობალური კრიზისის საფუძველს, მაგრამ თუ თურქული კრიზისი სხვა მსხვილ განვითარებად ქვეყნებშიც გავრცელდა, ასეთ შემთხვევაში ფინანსურმა კრიზისმა შესაძლოა გლობალური სახეც მიიღოს.

განვითარებად ბაზრებზე საინვესტიციო კონსულტანტის გარი კლეიმენის განცხადებით, “არსებულ სიტუაციას აქვს პოტენციური გარდაიქმნას რეალურ კრიზისად”. მისი აზრით ბევრმა განვითარებადმა ქვეყანამ გადაჭარბებული ვალი დაიგროვა და მალე ვადაგადაცილებული სესხების მნიშვნელოვანი ზრდა მოხდება<sup>67</sup>.

მეორეს მხრივ, მოვლენები, რომლებიც მნიშვნელოვანი კრიზისის საწინდარი შეიძლება გახდეს, სწრაფადვე შეიძლება გაქრეს. ასე მოხდა 2013 წელსაც როდესაც ამერიკის შეერთებული შტატების სარეზერვო სისტემამ მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკაზე გადასვლის შესახებ განაცხადა. აღნიშნულმა ინვესტორებში გაურკვეველობა გამოიწვია და ეკონომიკური აქტივობა შეანელა, მაგრამ ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირება მალევე დაუბრუნდა ჩვეულ რიტმს. ამიტომ, ამ ეტაპზე რთულია თურქეთში დაწყებული კრიზისის გლობალურ ფინანსურ კრიზისში გადაზრდაზე საუბარი, მაგრამ ერთი ფაქტია, ძალიან გასშირებულია მსოფლიოს უმსხვილეს ფინანსურ ბაზრებზე გაზრდილი მერყეობები, რაც მსოფლიო ფინანსური სისტემის გლობალიზაციის მოცემულ ეტაპზე მასშტაბური გლობალური ფინანსური კრიზისის წარმოშობის რისკებს ზრდის.

---

<sup>67</sup> წყარო: *The New York Times, Why Turkey's Lira Crisis Matters Outside Turkey, 13 აგვისტო, 2018.*

**გლობალურ ფინანსურ კრიზისზე პასუხი.** უკანასკნელ პერიოდში ბევრმა განვითარებადმა ქვეყანამ მიაღწია ფინანსური ბაზრებისა და მაკროეკონომიკური გარემოს განვითარების მაღალ დონეს. აქედან გამომდინარე, გლობალური ფინანსური კრიზისისთვის მათი უმეტესობა საკმაოდ მომზადებული აღმოჩნდა. მიუხედავად ამისა, კრიზისის დაძლევა საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების მხარდაჭერის გარეშე საკმაოდ გართულდა.

შედარებით დიდი ფინანსური რესურსების მქონე განვითარებადმა ქვეყნებმა კრიზისს ფართო ფისკალური ინტერვენციით უპასუხეს. მსგავსი ღონისძიებების გატარების შესაძლებლობა გააჩნდათ ქვეყნებს, როგორცაა მაგალითად ჩინეთი, მაღალი საერთაშორისო ფინანსური რეზერვებითა და დაბალი ბიუჯეტის დეფიციტით. ჩინეთმა 2009-2010 წლებისთვის დაახლოებით 430 მილიარდი ევროს ღირებულების პროგრამა გამოაცხადა, ადგილობრივი ინფრასტრუქტურის, სოციალური უსაფრთხოების, ტექნოლოგიური განვითარების, გარემოს დაცვისა და განათლების რეფორმის მხარდასაჭერად.

მიუხედავად ამისა, გლობალური ფინანსური კრიზისის დასაძლევად ინდივიდუალური ქვეყნების მცდელობები არასაკმარისად შეფასდა და კრიზისთან საბრძოლველად მრავალმხრივი, კოორდინირებული მიდგომა იქნა მხარდაჭერილი. ინდივიდუალური ქვეყნების ფისკალური სტიმულები უფრო ეფექტიანი აღმოჩნდა ორმხრივი და საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების ფინანსური ლიკვიდობის მხარდაჭერის ფონზე.

სხვა ქვეყნები, მაგალითად ინდოეთი, უფრო მონეტარული პოლიტიკის ბერკეტების მეშვეობით და ბიზნეს სექტორისთვის ფინანსურ რესურსზე ხელმისაწვდომობის ზრდის ხარჯზე შეეცადა კრიზისის დაძლევას. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ბევრი განვითარებადი ქვეყნისათვის (მათ შორის საქართველოსთვის) მსგავსი რადიკალური ქმედების განხორციელება შეზღუდულია. ამის მიზეზი შემსუბუქებული საპროცენტო განაკვეთის პოლიტიკის ვალუტის გაცვლითი კურსის გაუფასურებაზე და ინფლაციაზე უარყოფითი ეფექტი გახლავთ. დამატებით, ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის გაუფასურების დადებითი ეფექტი ექსპორტზე შეზღუდულია და ამის მიზეზი ფინანსური კრიზისის თანმდევი პროცესის – შემცირებული საგარეო მოთხოვნის

არსებობაა, რაც, თავის მხრივ, ექსპორტს ზრდის საშუალებას არ აძლევს და აბათილებს ექსპორტზე ვალუტის კურსის გაუფასურების დადებით გავლენას.

საქართველოში 2009 წელს, გლობალურ ფინანსურ კრიზისზე პასუხად, მომზადდა ფინანსური სტაბილურობის გეგმა, რომელიც ითვალისწინებდა უწყებათაშორის თანამშრომლობის ფორმებსა და სისტემურ კრიზისთან ბრძოლის გზებს, თუმცა აღნიშნული გეგმა არ განხორციელებულა. 2014 წელს ხელი მოეწერა საქართველოს ეროვნულ ბანკსა და ფინანსთა სამინისტროს შორის ურთიერთგაგების მემორანდუმს, რომელიც გულისმობს ფინანსური კრიზისის დროს კრიზისზე პასუხის კოორდინაციას და ფინანსური სტაბილურობის მიღწევისთვის საჭირო ინფორმაციის ურთიერთგაცვლის ვალდებულებას.

ფინანსური კრიზისის შემთხვევაში სახელმწიფო უწყებებს მიეცათ გარკვეული ბერკეტები რადიკალური გადაწყვეტილებების მიღებისთვის. საგანგებო სიტუაციაში საქართველოს ეროვნულ ბანკს აქვს შესაძლებლობა დაადგინოს მოკლევადიანი საბანკო შესვენება, შეზღუდოს ბანკების ოპერაციები და განახორციელოს სხვა ქმედებები, რომლებიც საჭიროა ფინანსური სტაბილურობის ხელშესაწყობად. მთავრობას კი შესაძლებლობა აქვს საკუთარი საბიუჯეტო ავტორიზაციის ფარგლებში ფინანსური დახმარება გაუწიოს საბანკო სექტორს. თუმცა, სახელმწიფო გარანტიების გაცემის შემთხვევაში მთავრობას სჭირდება გადაწყვეტილების რატიფიცირება საქართველოს პარლამენტში.

**თავი III. ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი  
ფაქტორების ანალიზი**

**3.1 დახურული და ღია ეკონომიკის მოდელების ფაქტორების ანალიზი და  
მონაცემების აღწერა**

მოცემული სადოქტორო ნაშრომი აფასებს საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენას საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, გაცვლითი კურსის და გლობალური ფინანსური კრიზისების გადადინების არსებით.

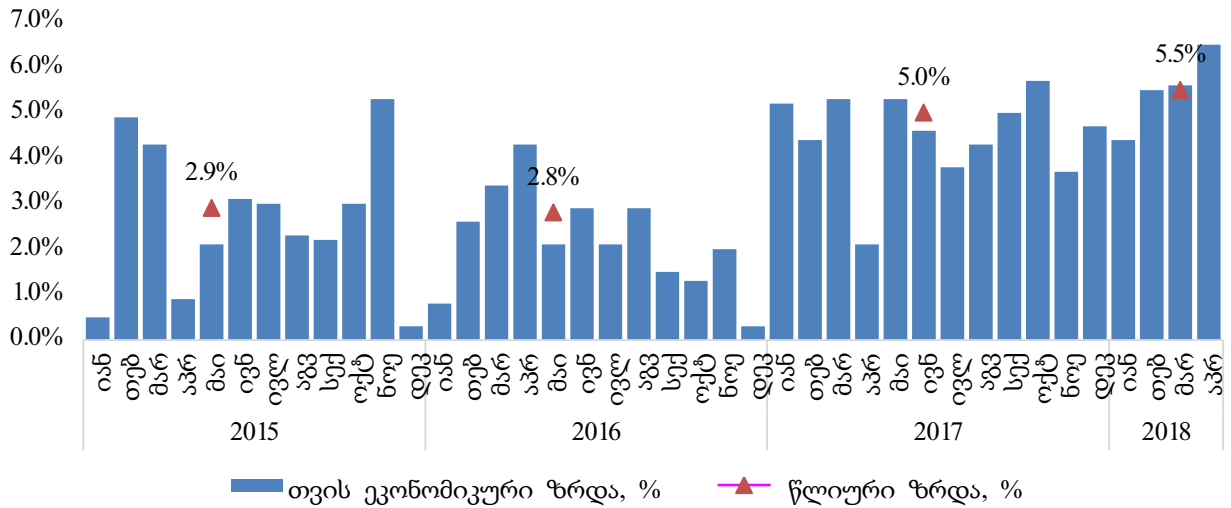
საწყის ეტაპზე დახურული ეკონომიკის მოდელის გამოყენებით შესწავლილია ეკონომიკურ ზრდაზე ინფლაციის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთისა და სახელმწიფო დანახარჯების გავლენა. შემდეგ კი, განხორციელებულია მოდელის გახსნა და ფინანსური ლიბერალიზაციის ცვლადების - საგარეო მოთხოვნა, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისის ფიქტიური ცვლადების შემოტანა.

უშუალოდ მოდელის ანალიზზე გადასვლამდე ნაშრომის ამ ნაწილში განხორციელდება დახურული და ღია ეკონომიკის მოდელების ფაქტორების ანალიზი და მონაცემების აღწერა. მოკლედ შევეხებით დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადების ცვლილებაში არსებულ ტენდენციებს და განვიხილავთ მოდელში ფიქტიური ცვლადების შემოტანის მიზეზებს.

დამოკიდებული ცვლადი წარმოადგენს საქართველოს რეალური ეკონომიკური ზრდის კვარტალურ მაჩვენებელს. ბოლო ათწლეულში გავითარებული ფინანსური კრიზისების, ერთობლივი მოთხოვნის მნიშვნელოვანი შემცირების, ჩვენს ქვეყანაში არსებული პოლიტიკური თუ ეკონომიკური მერყეობების მიუხედავად საქართველო კვლავ ინარჩუნებს რეგიონში ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთ ყველაზე მაღალ მაჩვენებელს.



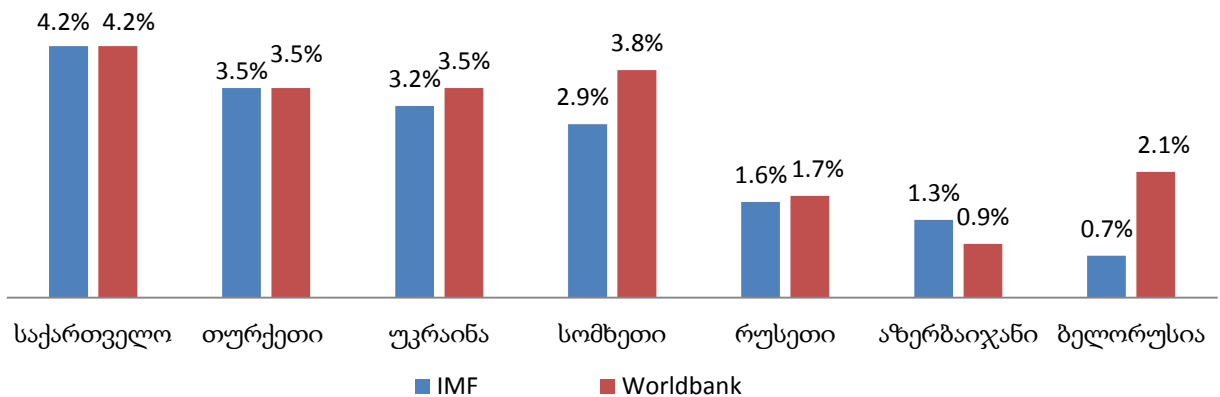
**გრაფიკი №18. საქართველოს ეკონომიკური ზრდა**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

2018 წლის სერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი აღნიშნული ტენდენციის გაგრძელებას მიანიშნებს.

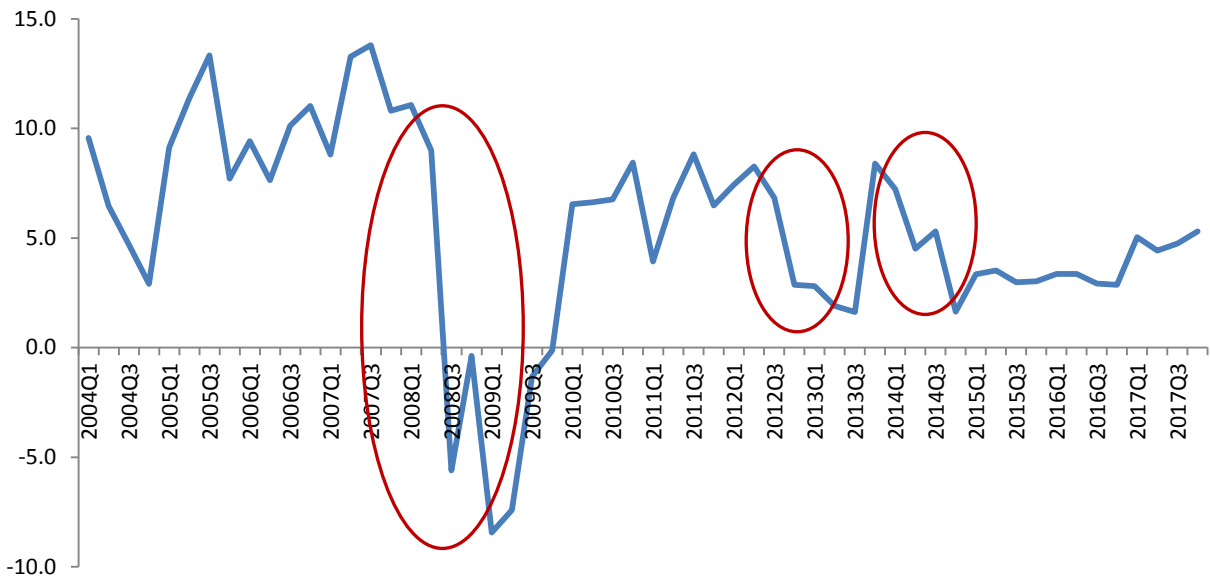
**გრაფიკი №19. 2018 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, მსოფლიო ბანკი**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

საქართველოს ეკონომიკური ზრდა საკმაოდ მგრძობიარედ რეაგირებს გლობალურ ფინანსურ კრიზისებზე და ქვეყნის შიგნით მიმდინარე სტრუქტურულ რეფორმებზე/ცვლილებებზე.

**გრაფიკი №20. მშპ-ის რეალური ზრდა, პროცენტული ცვლილება**  
(წინა წლის შესაბამისი პერიოდი = 100)



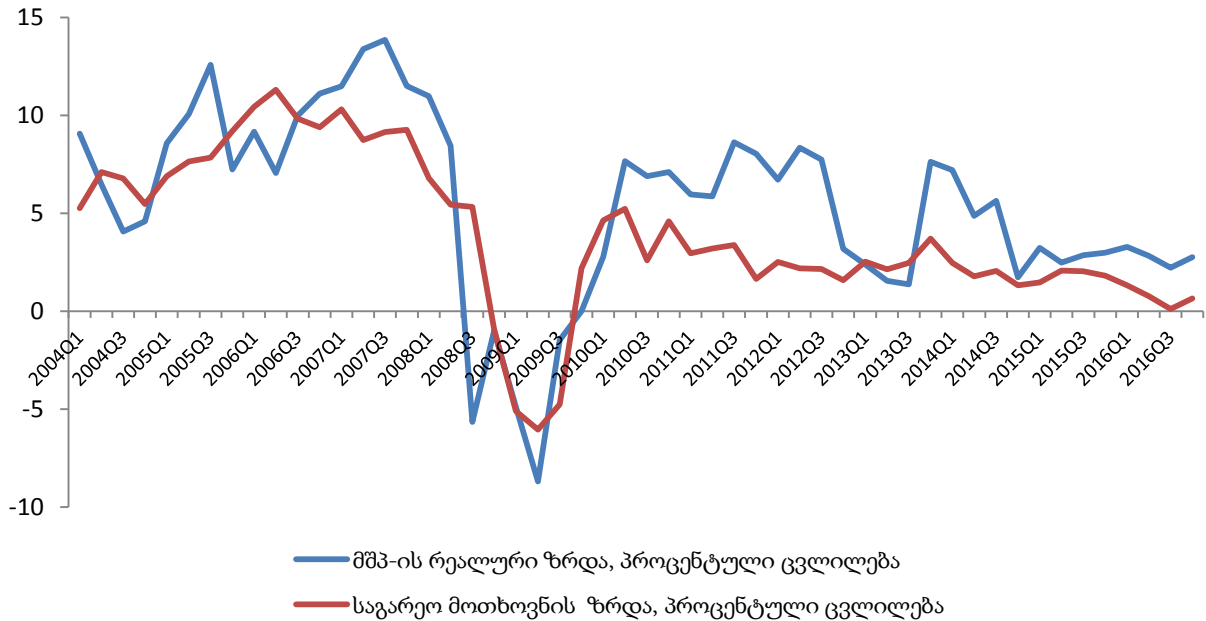
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ავტორის ინტერპრეტაცია, <http://geostat.ge/?action=page&id=118&lang=geo>

საგარეო მოთხოვნის, საქართველოში მიმდინარე სტრუქტურული რეფორმების და საქართველოს მშპ-ს ზრდის მაჩვენებლების გრაფიკული ანალიზი ცხადად აჩვენებს ამ ინდიკატორებს შორის არსებულ დამოკიდებულებას. როგორც უკვე აღინიშნა, საგარეო მოთხოვნის მაჩვენებელი წარმოადგენს საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების (რუსეთი, აშშ, ჩინეთი, ევროკავშირი, აზერბაიჯანი, თურქეთი, სომხეთი და უკრაინა) შეწონილი მშპ-ების ჯამს. წონები აღებულია 2010-2015 წლებში საქართველოს ექსპორტში ამ ქვეყნების საშუალო წილების შესაბამისად.

აღსანიშნავია კრიზისის ორი ძირითადი ეპიზოდი: პირველი, გლობალური ფინანსური კრიზისი, 2007-2009 წლების ინტერვალი, როდესაც მსოფლიო მოთხოვნის მკვეთრი ვარდნა შეინიშნება, მსგავს კლებას განიცდის საქართველოს მშპ-ს ზრდის ტემპიც. მეორე, რუსეთ-უკრაინის კრიზისი, 2014-2015 წლების

შედარებით მოკრძალებული საგარეო მოთხოვნის შემცირება და საქართველოს მშპ-ს ზრდის ტემპის უფრო მკვეთრი კლება.

**გრაფიკი №21. მშპ-ს რეალური ზრდა და საგარეო მოთხოვნა**  
(პროცენტული ცვლილება, წინა წლის შესაბამისი პერიოდი = 100)

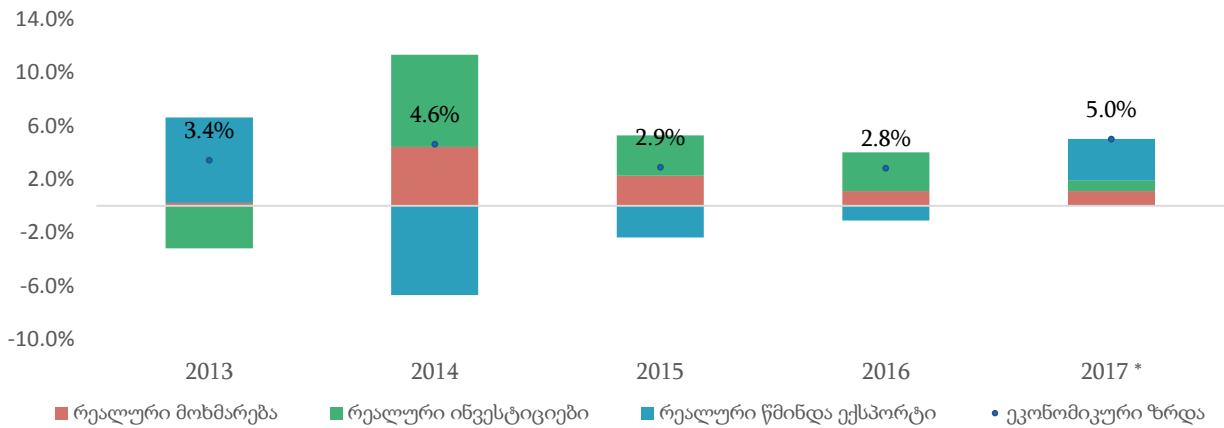


წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების სტატისტიკის ეროვნული სამსახურები, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

საქართველოს მშპ-ს ზრდაში საგარეო მოთხოვნის მნიშვნელოვანი როლი ჩანს დანახარჯების მიხედვით საქართველოს ეკონომიკური ზრდის დეკომპოზიციაში რეალური წმინდა ექსპორტის წვლილის ანალიზისას. 2014-2016 წლებში რეალურ წმინდა ექსპორტს უარყოფითი წვლილი შექონდა საქართველოს მშპ-ს ზრდაში. საქართველოს ეკონომიკაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენის შესასწავლად ერთ-ერთ გადაცემის მექანიზმად საგარეო მოთხოვნის არხი იქნება განხილული.

დანახარჯების მიხედვით საქართველოს ეკონომიკური ზრდის დეკომპოზიცია აჩვენებს, რომ 2014 წლის შემდეგ ეკონომიკური ზრდის მთავარი მამოძრავებელი ინვესტიციებია, ასევე, 2014-2016 წლების ჩავარდნის შემდეგ (რომელიც გამოწვეული იყო საგარეო მოთხოვნის კლებით) მზარდია რეალური წმინდა ექსპორტის წვლილი.

გრაფიკი №22. მშპ-ს კომპონენტების წვლილი რეალურ ზრდაში



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

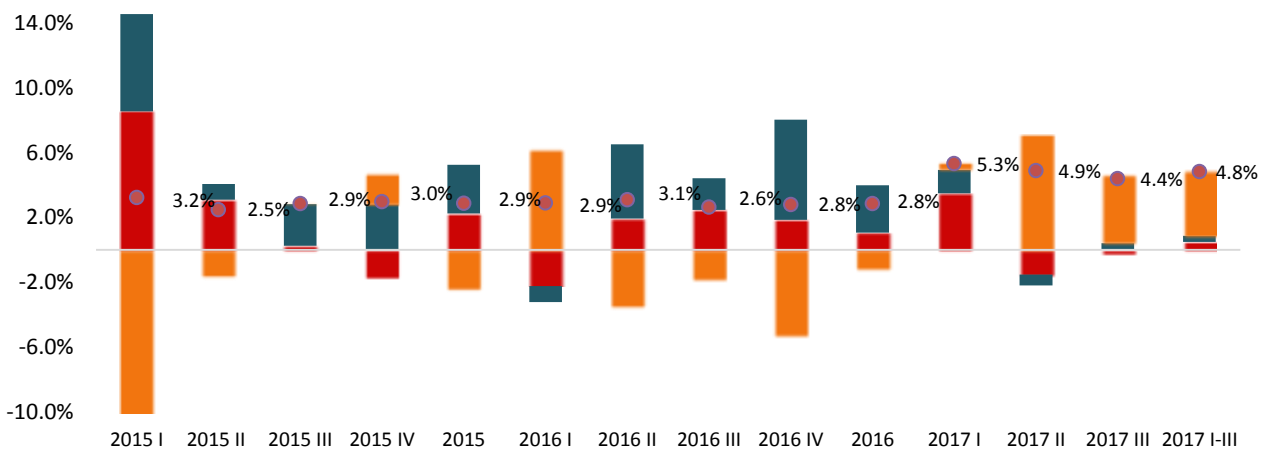
ამ ნაშრომში შეგვეცდებით ფინანსური ლიბერალიზაციის მაღალი დონის პირობებში ვნახოთ რა გავლენა აქვს საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ეპიზოდებს საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე საგარეო მოთხოვნის შემცირებით, გლობალური ფინანსური კრიზისის ეპიზოდების, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების და ფულადი გზავნილების შემოდინების მკვეთრი შემცირების გზით.

დანახარჯების მიხედვით ეკონომიკური ზრდის კვარტალური ანალიზი აჩვენებს, რომ 2016 წლის ოთხივე კვარტალში ინვესტიციებს შეჰქონდა მნიშვნელოვანი წვლილი ეკონომიკურ ზრდაში, რასაც ვერ ვიტყვით მოხმარების მაჩვენებელზე. 2016 წლის პირველ კვარტალში მოხმარებამ მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდაში უარყოფითი წვლილი შეიტანა, მოხმარების წვლილი მეორე კვარტალიდან კი დადებითი გახდა (0.4 პროცენტული პუნქტი) და მთლიანობაში მისმა კონტრიბუციამ ეკონომიკურ ზრდაში 1.0 პროცენტული პუნქტი შეადგინა. თავის მხრივ, მთლიანი ინვესტიციების 80%-ზე მეტი კერძო ინვესტიციებზე მოდის და ეკონომიკური ზრდის მთავარი წარმმართველი ფაქტორი სწორედ კერძო

ინვესტიციების ზრდა იყო. კერძო ინვესტიციების წვლილი 2016 წლის რეალურ ზრდაში 2.6 პროცენტულ პუნქტს შეადგენდა<sup>68</sup>.

აღსანიშნავია, რომ 2016 წლის მეორე კვარტლიდან წლის ბოლომდე ეკონომიკურ ზრდაში უარყოფითი წვლილი საქონლისა და მომსახურების წმინდა ექსპორტმა შეიტანა, რაც იმპორტის ზრდით იყო გამოწვეული. მომსახურების ექსპორტის წვლილი ეკონომიკურ ზრდაში ტრადიციულად დადებითი იყო. მნიშვნელოვნად შეიცვალა მდგომარეობა 2017 წელს, რაც საქონლისა და მომსახურების რეალური წმინდა ექსპორტის წვილის ზრდაში გამოიხატა.<sup>69,70</sup>

### გრაფიკი №23. მშპ-ს კომპონენტების წვლილი რეალურ ზრდაში



■ საქონლისა და მომსახურების რეალური წმინდა ექსპორტი ■ რეალური ინვესტიციები ■ რეალური მოხმარება ● მშპ-ს ზრდა

წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

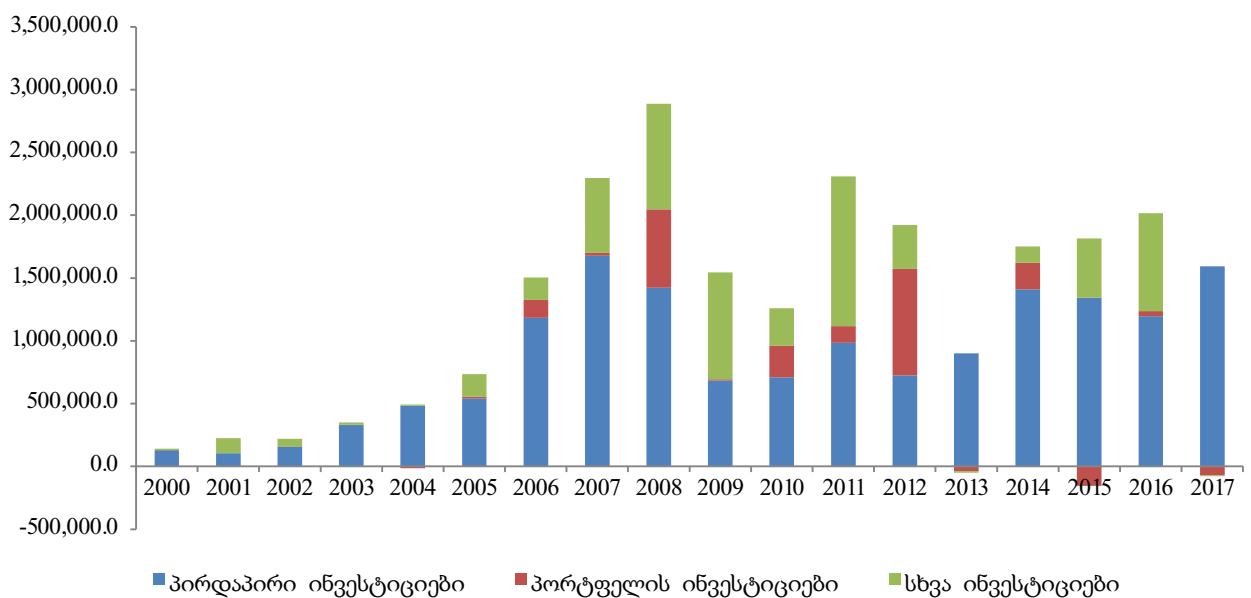
<sup>68</sup> წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

<sup>69</sup> აღნიშნულის დასაანგარიშებლად გამოყენებულია სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მიერ გამოქვეყნებული დანახარჯების მიხედვით მთლიანი შიდა პროდუქტის მონაცემები. მოხმარებისა და ინვესტიციების გარედაღობა ხდება სამომხმარებლო ფასების ინდექსის მიხედვით, ხოლო ექსპორტის მშპ-ს დეფლატორის მიხედვით. რეალური იმპორტი კი დაიანგარიშება რეალური მოხმარების, რეალური ინვესტიციების და რეალური ექსპორტის ჯამისთვის რეალური მშპ-ს გამოკლებით. ამის შემდეგ ხდება თითოეული კომპონენტის წვლილის დაანგარიშება რეალურ ზრდაში.

<sup>70</sup> რეალური მოხმარების და ინვესტიციების შეფასებისას გამოყენებულია სამომხმარებლო ფასების ინდექსი, ხოლო რეალური ექსპორტის შეფასებისას მშპ-ს დეფლატორი.

საგადასახდელო ბალანსის ფინანსური ანგარიშების კომპონენტებში მთავარი წვლილი საქართველოში განხორციელებულ პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს უჭირავს და წარმოადგენს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების მთავარ წყაროს. მოცემულ სადოქტორო ნაშრომში ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენის შესწავლის მეორე არხი სწორედ პირდაპირი უცხოურ ინვესტიციები იქნება.

**გრაფიკი №24. ფინანსური ანგარიშის კომპონენტები, საგადასახდელო ბალანსი**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს, დაფინანსების სხვა წყაროებთან შედარებით, შეუძლია უფრო დადებითი გავლენა ჰქონდეს ეკონომიკურ ზრდასა (ახალი ტექნოლოგიების შემოტანით, ადამიანისეული კაპიტალის განვითარებით და კონკურენციის ზრდით) და დანაზოგების დონეზე.

2016 წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდამ 5% შეადგინა. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მატება რეალურ სექტორში ინვესტიციების ზრდით იყო გამოწვეული. 2016 წელს ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ზრდა დაფიქსირდა დამამუშავებელი მრეწველობის, ენერჯეტიკის და მშენებლობის სექტორებში.

2017 წელი გამორჩეული იყო პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მაჩვენებლით. ამ წელს საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობამ 1.9 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა და 16 პროცენტით გადააჭარბა წინა წლის ანალოგიურ მონაცემს. 402 მლნ აშშ დოლარით გაიზარდა რეინვესტირების მოცულობა, რაც მოგების გადასახადის რეფორმის შედეგია. 2017 წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ყველაზე დიდი ზრდა მშენებლობის და საფინანსო სექტორებში დაფიქსირდა. ყველაზე დიდი მოცულობის პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები კი, წინა წლების მსგავსად, ტრანსპორტისა და კავშირგაბმულობის, საფინანსო და მშენებლობის სექტორებში განხორციელდა.

საგარეო კაპიტალის მოზიდვის გარდა ჩვენი ქვეყნისთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს ადგილობრივ დანახოებს, რომელიც კერძო ინვესტიციების საფუძველს წარმოადგენს და მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვს დასაქმებისა და მთლიანი გამოშვების ზრდაში. მნიშვნელოვანია შემცირდეს საგარეო დაფინანსებაზე დამოკიდებულება და მაღალი გრძელვადიანი ზრდა ადგილობრივი დანახოების ზრდის ხარჯზე იქნას მიღწეული.

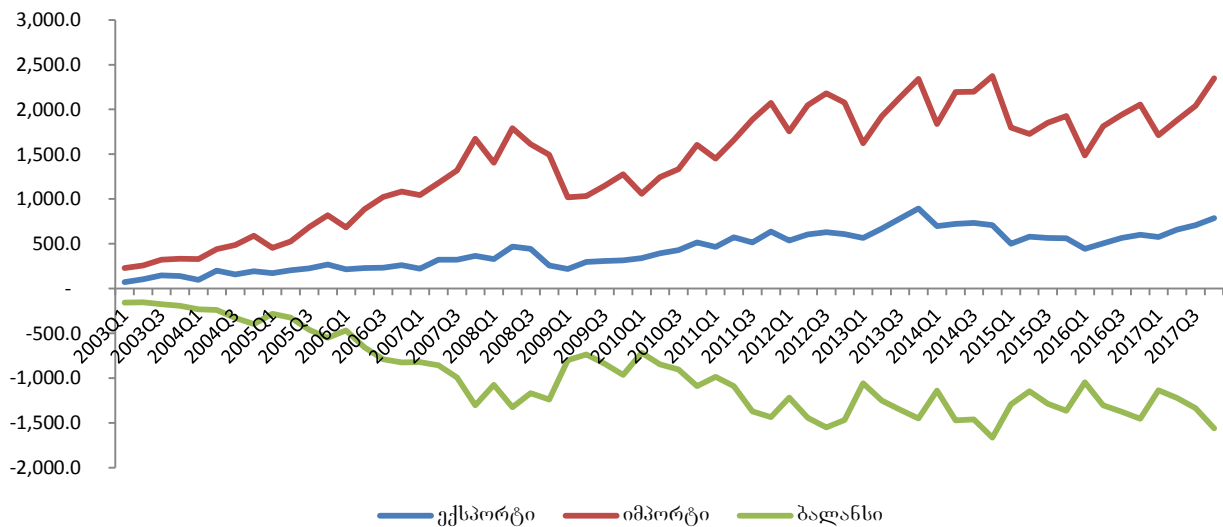
საქართველოში მოსახლეობის დაზოგვისადმი ზღვრული მიდრეკილება ძალიან დაბალია, რაც მცირე შემოსავლებთან ერთად მისი არათანაბარი გადანაწილების, დემოგრაფიული მდგომარეობის, ფინანსური ბაზრების განვითარების დონის, კერძო საპენსიო სისტემის გაუმართაობის და სხვა ფაქტორებით არის განპირობებული.

ბოლო პერიოდში, საპენსიო და კაპიტალის ბაზრის რეფორმის მიმართულებით დაწყებული მუშაობა ძალიან მნიშვნელოვანია საქართველოში გრძელვადიანი ფინანსური რესურსის გაჩენის კუთხით. რეფორმის წარმატებით განხორციელების შემთხვევაში კერძო დანახოების ზრდა წახალისებს ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარებას და ხელს შეუწყობს ეკონომიკურ ზრდას. დაგროვილი ფინანსური რესურსები შესაძლებელია მიმართული იქნეს ეკონომიკაში კაპიტალური ინვესტიციების სახით, რაც გააძლიერებს არსებული ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტებს და ხელს შეუწყობს ახალი ფინანსური წარმოებული ფასიანი ქაღალდების შექმნას. ეს, თავის მხრივ, წახალისებს

ადგილობრივ ფასიანი ქაღალდების ბაზარს და გაზრდის მოთხოვნას ფინანსური ფონდების მენეჯმენტის პროფესიონალ კადრებზე და სხვა ფინანსურ ინსტიტუტებზე. საბოლოო ჯამში აღნიშნული დადებით გავლენას იქონიებს კაპიტალის ბაზრის და ფინანსური სექტორის განვითარებაზე.

საქართველოს ეკონომიკისთვის გარდა ინვესტიციების და კერძო დანახოების მნიშვნელობისა, ცხადია, საგარეო ვაჭრობის უდიდესი როლიც უნდა იქნას განხილული, მიუხედავად იმისა, რომ ბოლო წლების განმავლობაში წმინდა ექსპორტის წვლილი ეკონომიკის ზრდაში ძირითადად უარყოფითია. სადოქტორო ნაშრომის კვლევის კონტექსტში მნიშვნელოვანია საგარეო მოთხოვნის დაცემისა და საქართველოდან განხორციელებული საქონლის ნომინალური ექსპორტის კავშირს დავაკვირდეთ. თუ გადავხედავთ ისტორიულ მონაცემებს, ვნახავთ, რომ ჩვენი ქვეყნის ექსპორტი პირდაპირ არის მიბმული ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკურ მდგომარეობასთან. ექსპორტის დაბალი დივერსიფიკაციის პირობებში რეგიონალური კრიზისები, რამდენიმე კვარტლის დაგვიანებით, უარყოფითად აისახება საქართველოდან განხორციელებული საქონლის ექსპორტზე.

**გრაფიკი №25. საქართველოს საგარეო ვაჭრობის მაჩვენებლები**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo)

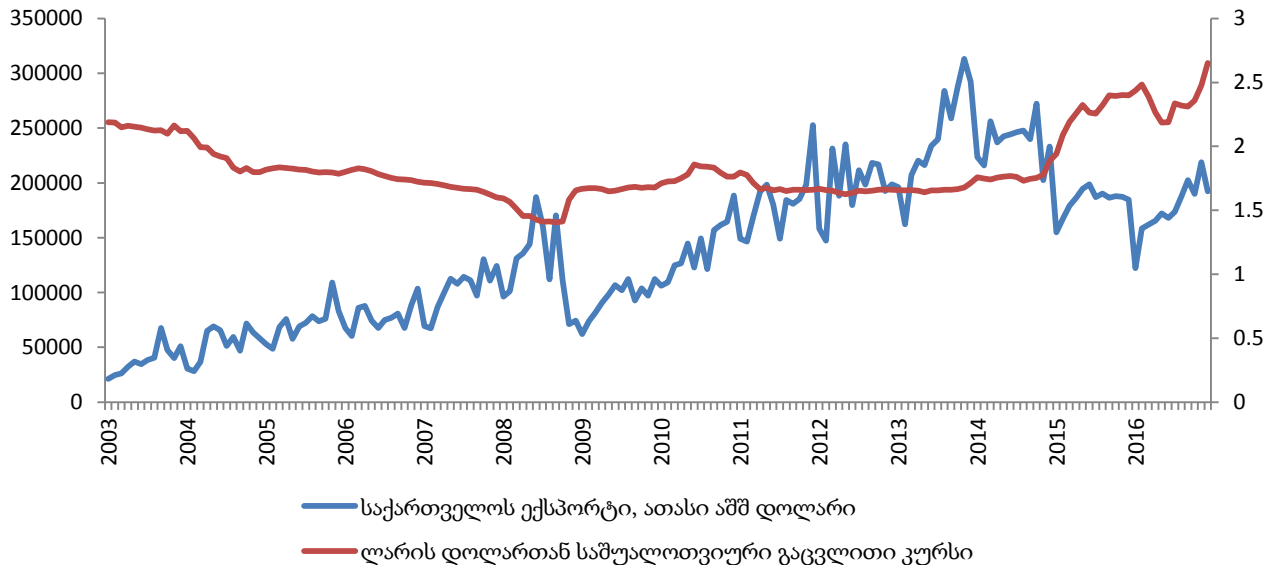


ფინანსური გლობალიზაციის პროცესი თანაბრად გულისხმობს კაპიტალის ბაზრებისა და საქონლის ბაზრების ინტეგრაციას. მიუხედავად იმისა, რომ ეკონომიკური ლიტერატურა ამ ორ პროცესს განცალკევებით განიხილავს, პრაქტიკა მათ მჭიდრო კავშირზე მეტყველებს. ვაჭრობა და წმინდა კაპიტალის ნაკადები ერთმანეთის შემავსებლებს წარმოადგენენ მცირე ზომის ღია ეკონომიკის განვითარებადი ქვეყნებისთვის. ვაჭრობის ინტეგრაციის პროცესი მსგავსი ეკონომიკის ქვეყნებში კაპიტალის შედინების პროცესს აძლიერებს. ამ კონტექსტში, ფინანსური სექტორის დაბალი განვითარების მქონე ქვეყანა, რომელიც სავაჭრო გლობალიზაციის გარეშე კაპიტალის ანგარიშების ლიბერალიზაციას ახდენს, დიდი ალბათობით კაპიტალის გადინების საფრთხის წინაშე დადგება. აგრესიულ თავისუფალ სავაჭრო რეჟიმს შეუძლია უკუაქციოს კაპიტალის გადინება.

საგარეო ვაჭრობის არხით საქართველოს ეკონომიკაზე ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენის შესწავლა, ასევე წარმოადგენს მოცემული სადოქტორო ნაშრომის კვლევის ერთ-ერთ მიზანს. განხილული მოდელის თანახმად, საქართველოდან განხორციელებული ექსპორტი რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, საქართველოს მშპ-ს და საგარეო მოთხოვნის ფუნქციას წარმოადგენს.

საგარეო ვაჭრობის გავლენის შეფასება სწორედ რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის და საგარეო მოთხოვნის არხების გავლით მოხდება. ამ კონტექსტში, აღსანიშნავია 2014-2016 წლებში საქართველოს ექსპორტზე ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსის გაუფასურების უმნიშვნელო გავლენა, რაც ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეროვნული ვალუტების უფრო მაღალი ნომინალური გაუფასურების შედეგია.

გრაფიკი №26. საქართველოს ექსპორტი და ნომინალური გაცვლითი კურსი

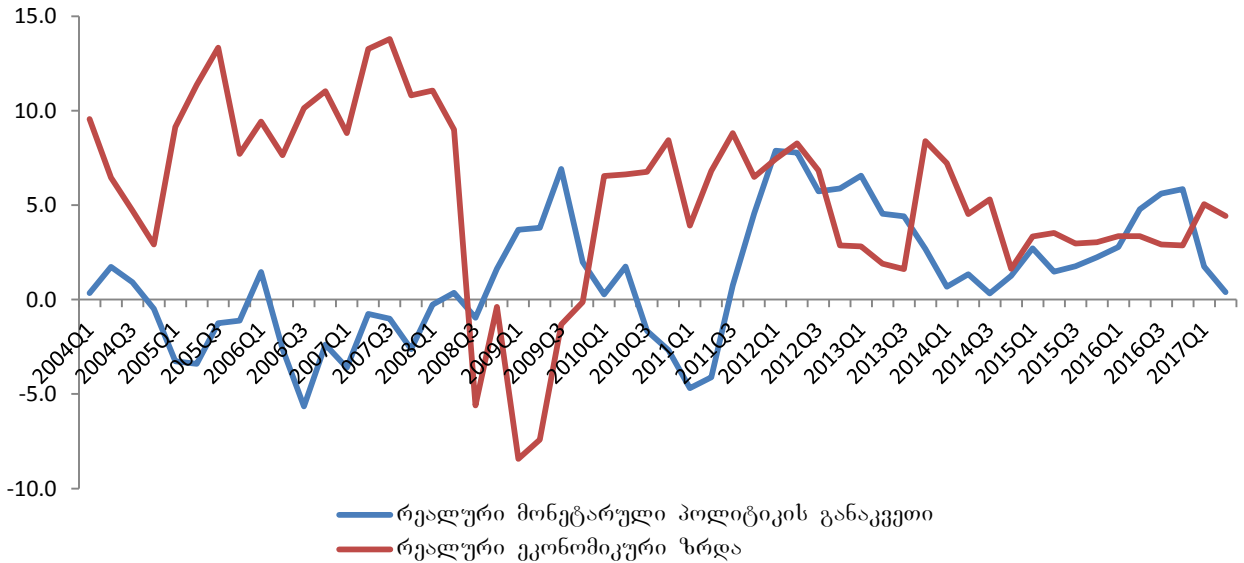


წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საქართველოს ეროვნული ბანკი, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo), <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, ფინანსური კრიზისების დროს, შეზღუდულია ანტიციკლური მონეტარული პოლიტიკის გატარების შესაძლებლობა. აღნიშნული ნათლად გამოჩნდა ბოლო ფინანსური კრიზისების დროს, რეალური ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებლის შემცირების მიუხედავად 2008 წლის მესამე კვარტლიდან 2009 წლის მესამე კვარტლის ჩათვლით რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი იზრდებოდა. 2010-2011 წლებში კი პირიქით, შედარებით მაღალი რეალური ეკონომიკური ზრდის ფონზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მცირდებოდა. მსგავსი სურათი განმეორდა 2014 წლის ბოლოდან ეკონომიკური ზრდის ტემპის შემცირების და ლარის გაუფასურების პერიოდში.

სესხების მაღალი დოლარიზაციის და იმპორტზე დამოკიდებულების გამო ლარის უფრო მაღალი ტემპებით გაუფასურების თავიდან ასაცილებლად ეროვნული ბანკი მიმართავდა პროციკლურ მონეტარულ პოლიტიკას და ზრდიდა განაკვეთს ეკონომიკური ვარდნის პარალელურად.

გრაფიკი №27. რეალური ეკონომიკური ზრდა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი



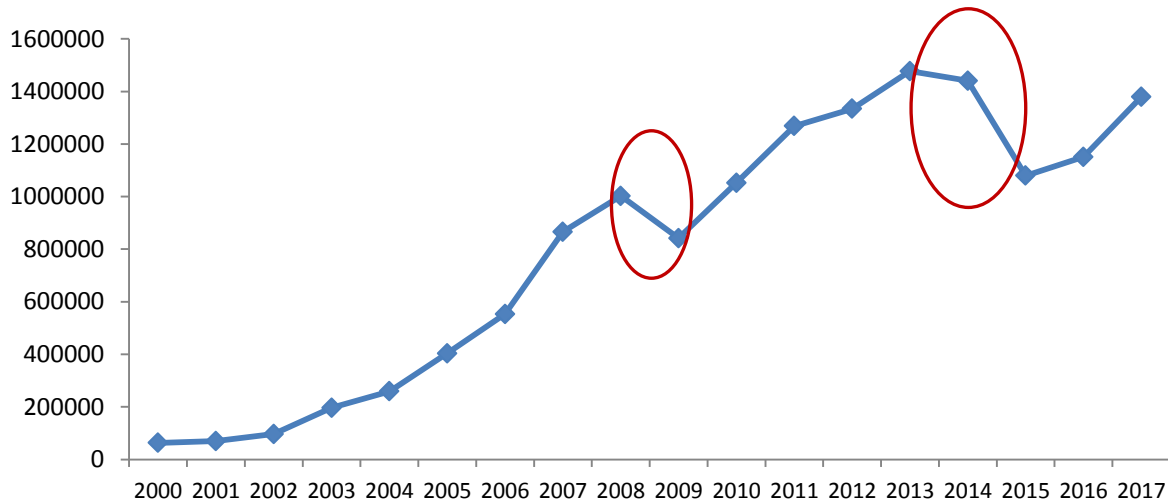
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

საქართველოს მსგავსი, მცირე ზომის ეკონომიკის მქონე ქვეყნისთვის დიდი მნიშვნელობა აქვს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში არსებულ ეკონომიკურ მდგომარეობას. რეგიონში მსყიდველობითი უნარის დაცემას, უკრაინაში განვითარებულ მოვლენებს, რუსეთის ეკონომიკის შესუსტებასა და დოლარის კურსის გლობალურ გამყარებას მნიშვნელოვანი უარყოფითი გადადინების ეფექტი ჰქონდა საქართველოს ეკონომიკაზე. აღნიშნული ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ექსპორტის მკვეთრ ვარდნაში, ფულადი გადმორიცხვების მოცულობის შემცირებასა და ეროვნული ვალუტის კურსის გაუფასურებაში გამოიხატა.

ფულადი გზავნილების მოცულობის კლებამ მნიშვნელოვნად შეამცირა საქართველოს მოსახლეობის მსყიდველობითუნარიანობა, რაც ეკონომიკური აქტივობის შენელების პროცესს აძლიერებს. საქართველოში განხორციელებული გადმორიცხვების მოცულობამ 2014 წლიდან კლება დაიწყო, რაც კიდევ უფრო გაძლიერდა 2015 წელს. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებით 2015 წელს გადმორიცხვების კლებამ 25% შეადგინა. თუმცა 2016 წლიდან ფულადი გზავნილების მოცულობის გაუმჯობესება შეინიშნება. გადმორიცხვების ზრდამ

2016 წელს 7% შეადგინა, ხოლო 2017 წელს 20%-ით გაიზარდა და 1.4 მლრდ აშშ დოლარს გაუტოლდა<sup>71</sup>.

**გრაფიკი №28. ფულადი გზავნილები**  
(ათასი აშშ დოლარი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

ზემოთ მოცემული გრაფიკიდან ცხადად ჩანს რამდენად მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ფულადი გადმორიცხვების კომპონენტზე საერთაშორისო კრიზისების ეპიზოდებს.

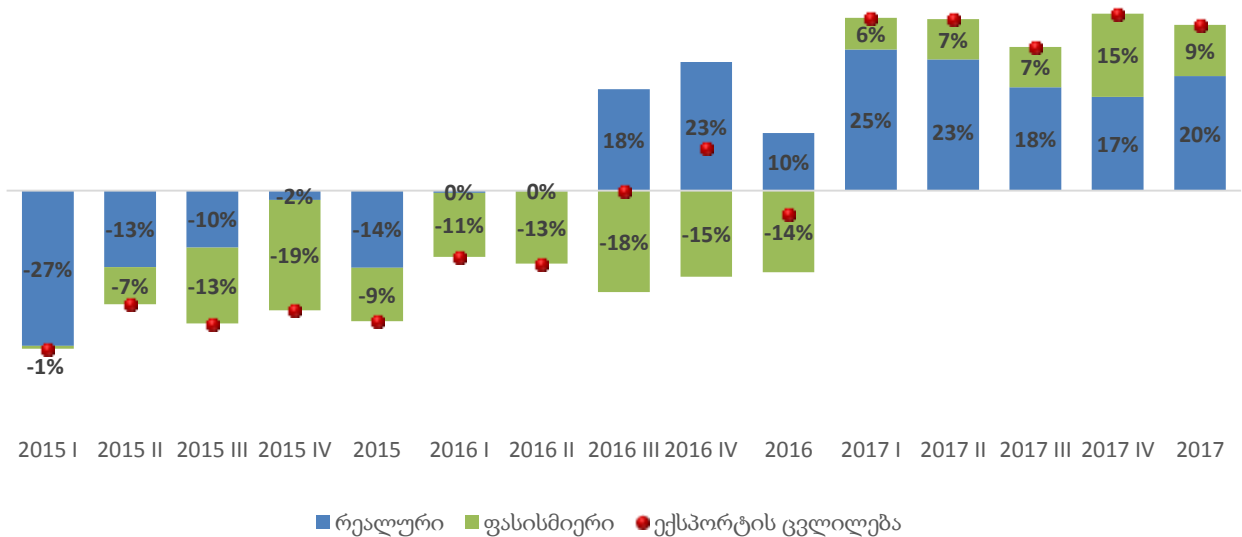
ფულადი გზავნილების მოცულობის ფარდობა მშპ-სთან მიმართებით კლების ტენდენციით ხასიათდება და საშუალოვადიან პერიოდში ფულად გზავნილებზე დამოკიდებულების შემცირებაა მოსალოდნელი, რაც ამ კუთხით საგარეო მოწვევადობას შეამცირებს.

ისევე როგორც ფულადმა გადმორიცხვებმა, 2014 წლიდან, კლება იწყო საქართველოდან განხორციელებულმა ექსპორტმა და გაუარესდა სავაჭრო ბალანსი. ნომინალური ექსპორტის კლებამ 2015 წელს 22.9%, ხოლო 2016 წელს 4% შეადგინა. ექსპორტის ნომინალური კლება, რომელიც როგორც უკვე აღვნიშნეთ 2014 წლის აგვისტოდან დაიწყო, 2016 წლის სექტემბერამდე გაგრძელდა. 2016 წლის სექტემბრიდან დაიწყო ექსპორტის ზრდა. რეალურ გამოხატულებაში ექსპორტის ზრდა კი უფრო ადრე - ივნისში დაიწყო.

<sup>71</sup> წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>.

მოლიანობაში 2016 წელს ექსპორტი ნომინალურ გამოხატულებაში შემცირდა 4.1%-ით. რეალურ გამოხატულებაში კი ექსპორტის 10%-იანი ზრდა დაფიქსირდა<sup>72,73</sup>.

### გრაფიკი №29. ექსპორტის რეალური და ფასისმიერი ცვლილება



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo)

აღნიშნულ პერიოდში საქართველოდან ექსპორტის მოცულობის კლება ძირითადად განპირობებული იყო ოთხ უმსხვილეს საგაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში: აზერბაიჯანი, სომხეთი, რუსეთი და უკრაინა ექსპორტის მოცულობის შემცირებით.

2017 წელს კიდევ უფრო გაუმჯობესდა საგარეო ვაჭრობის მონაცემები. კერძოდ, ოთხივე კვარტალში დაფიქსირდა ექსპორტის რეალური ზრდა და ამ მაჩვენებელმა წლის ჭრილში 20%-ს მიაღწია.

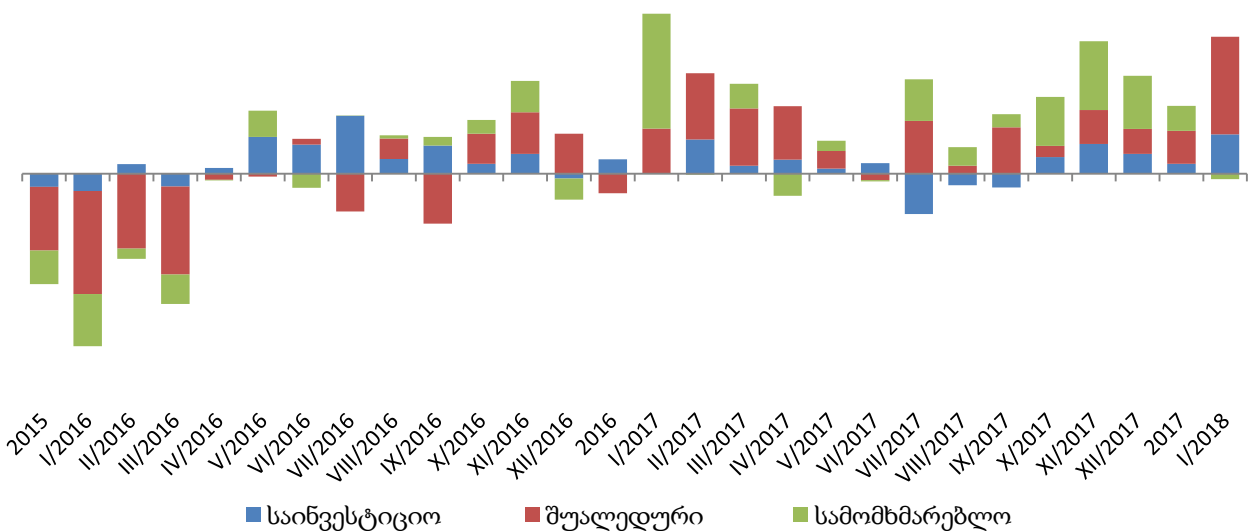
2014 წელს დაწყებული ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების ტენდენციის შედეგად 2015 წლის მეორე ნახევრიდან დაიწყო იმპორტის კლება,

<sup>72</sup> წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo), 25.05.2017

<sup>73</sup> ექსპორტის შეწონილი საფასო ინდექსის დათვლისას საბაზისო პერიოდად აღებულია წინა წლის საშუალო ფასები.

რომელიც 2016 წლის აპრილამდე გაგრძელდა. ამის შემდეგ კი ძირითადად იმპორტის ზრდის ტენდენცია შეინიშნება. თუმცა, წლიურ ჭრილში 2016 წელს იმპორტის მოცულობის მნიშვნელოვანი ზრდა არ დაფიქსირებულა, რასაც ვერ ვიტყვი 2017 წლის მაჩვენებელზე, როდესაც იმპორტის სამივე კომპონენტი, საინვესტიციო, შუალედური და სამომხმარებლო საქონელი გაიზარდა.

**გრაფიკი №30. იმპორტის ცვლილებაში საინვესტიციო, შუალედური და სამომხმარებლო საქონლის წვლილი**



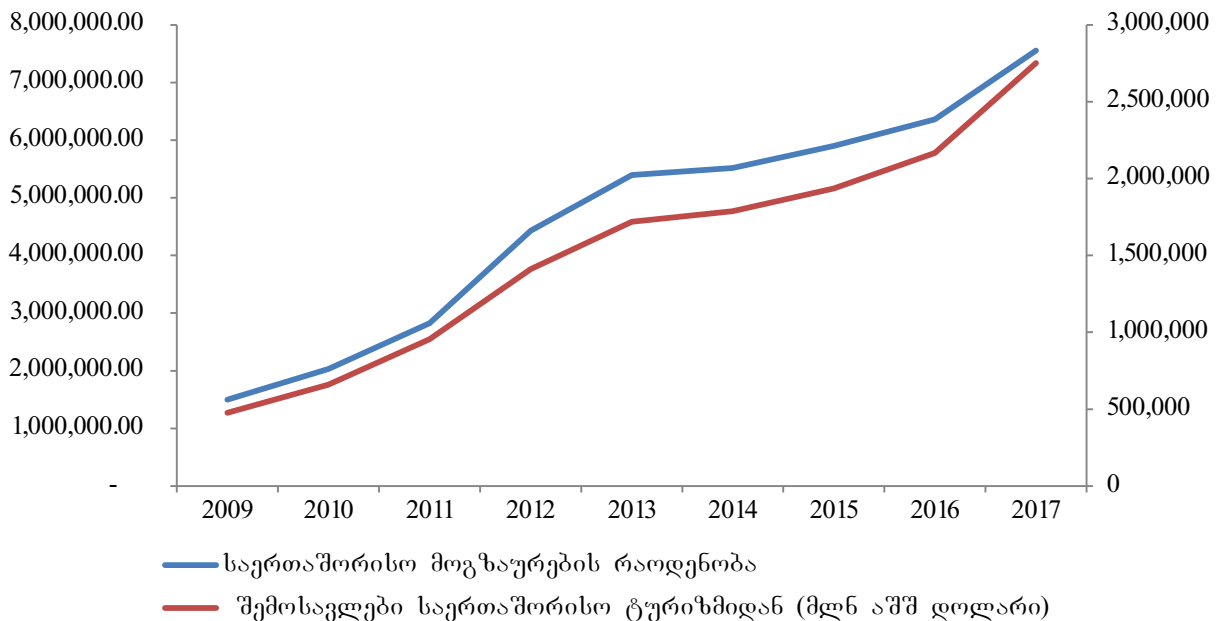
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=133&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=133&lang=geo)

ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნებიდან კრიზისების უარყოფითი გადადინების ეფექტები მნიშვნელოვნად აზარალებს ქართულ ექსპორტს და ფულადი გზავნილების მოცულობას. ეს განსაკუთრებით საგრძნობია უარყოფითი საგადასახდელო ბალანსისა და ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის გაუფასურების ფონზე. განხილულმა ორმა ფაქტორმა, ინვესტიციების მოცულობის შემცირებასთან ერთად მნიშვნელოვნად წაახალისა საქართველოში ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის დაცემა.

ბოლო წლების განმავლობაში საქართველოში უცხოური ვალუტის შემოდინების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან არხს, სერვისების ექსპორტი, კერძოდ, ტურიზმის სექტორი წარმოადგენს. ეს დარგი საქართველოში გამორჩეულად

ზრდადია 2017 წელს, როგორც საერთაშორისო მოგზაურების რაოდენობით (7.5 მილიონ საერთაშორისო მოგზაურზე მეტი), ასევე, ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების მიხედვით (2017 წელს საერთაშორისო ტურიზმიდან შემოსავლები 27%-ით გაიზარდა და 2.8 მლრდ აშშ დოლარს მიაღწია).

**გრაფიკი №31. საერთაშორისო მოგზაურების რაოდენობა და შემოსავლები საერთაშორისო ტურიზმიდან, (მლნ აშშ დოლარი)**



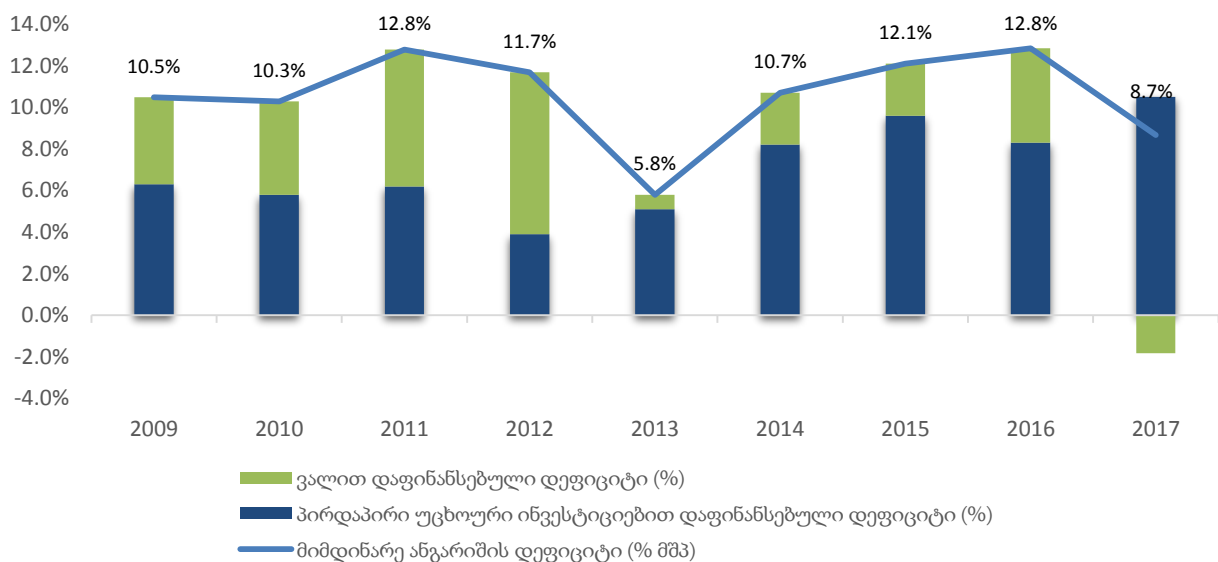
წყარო: საქართველოს ტურიზმის ეროვნული ადმინისტრაცია, <https://gnta.ge/>

2015 წლის მაისის თვის „რეგიონული ეკონომიკური მიმოხილვის“ დოკუმენტში საერთაშორისო სავალუტო ფონდი აკეთებდა პროგნოზს, რომლის თანახმადაც კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოში, მოსალოდნელია ეკონომიკური აქტივობის მომავალი შესუსტება, რაც განპირობებული იქნება მომხმარებლების დაბალი მსყიდველობითუნარიანობით, რუსეთიდან უარყოფითი გადადინების ეფექტებით და აშშ-ში გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკით. ეს უკანასკნელი უარყოფით გავლენას იქონიებს საქართველოზე, როგორც საერთაშორისო ფინანსური ბაზრის

მსესხებელზე. დამატებით, რეგიონში ეროვნული ვალუტების კურსების გაუფასურების ფონზე გაიზარდა ინფლაციური წნეხი<sup>74</sup>.

**საგარეო სექტორი, მიმდინარე ანგარიში და მოწყვლადობის ფაქტორები.** ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ცხადი ხდება, რომ საქართველოს ეკონომიკის მნიშვნელოვან გამოწვევას საგარეო შოკების მიმართ ქვეყნის მოწყვლადობა წარმოადგენს. მოწყვლადობის ძირითადი წყარო მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის და დოლარიზაციის მაღალი დონეა.

**გრაფიკი №32. მიმდინარე ანგარიშის კომპონენტები**



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

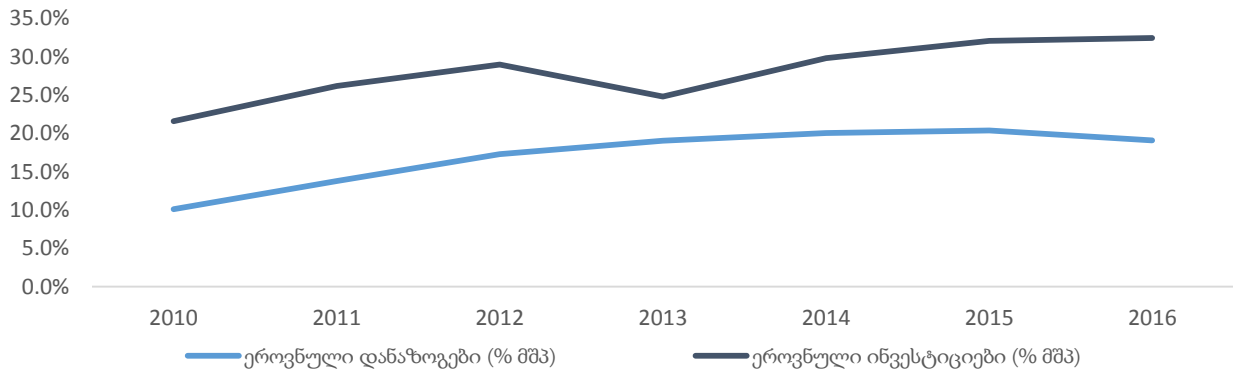
საქართველოს ისტორიულად მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი აქვს. 2016 წელს აღნიშნული მაჩვენებელი გაიზარდა და მშპ-ს 12.8% შეადგინა. ეროვნული დანაზოგების დაბალი მაჩვენებელი და ინვესტიციების დასაფინანსებლად მისი არასაკმარისი დონე განაპირობებს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს. შესაბამისად, 2016 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ზრდა მთლიანი დანაზოგების შემცირებას უკავშირდება<sup>75</sup>.

<sup>74</sup> წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, „*რეგიონული ეკონომიკური მიმოხილვა*“, მაისი, 2015. <http://www.imf.org/en/Publications/REO/MECA/Issues/2017/01/07/Middle-East-and-Central-Asia>.

<sup>75</sup> წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=121&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=121&lang=geo).



### გრაფიკი №33. ეროვნული დანაზოგები და ინვესტიციები



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

<http://geostat.ge/?action=page&id=121&lang=geo>

2016 წლის მეორე ნახევრიდან მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა ფულადი გზავნილების ზრდა და ტურიზმიდან შემოსავლების მნიშვნელოვანი მატება. დეფიციტის გაუარესება კი საინვესტიციო შემოსავლების გატანას უკავშირდება, რაც გასულ წლებში მაღალ საინვესტიციო შემოდინებებთან არის დაკავშირებული. მომსახურების ბალანსის გაუმჯობესება კი, კვლავაც ტურიზმიდან შემოსავლების ზრდას უკავშირდება. 2016 წელს საერთაშორისო ტურიზმიდან შემოსავლები 12%-ით გაიზარდა და მომსახურების ექსპორტის 64.7% შეადგინა<sup>76</sup>.

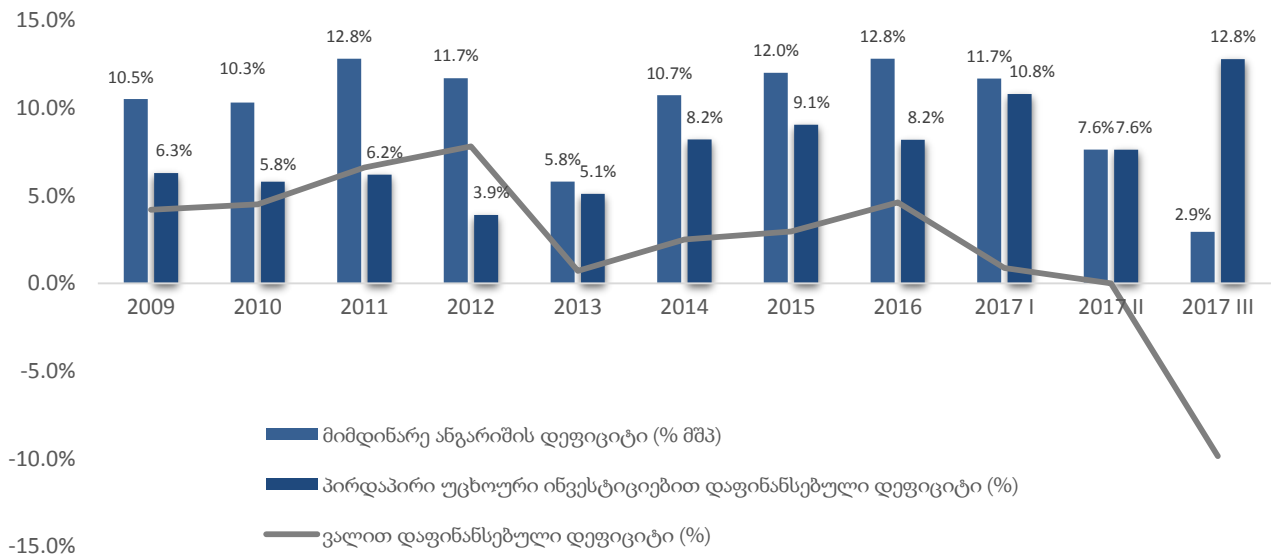
მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მნიშვნელოვანი გაუმჯობესება შეინიშნება 2017 წელს. აღნიშნულის მიზეზს მომსახურების, საქონლით ვაჭრობის და მიმდინარე ტრანსფერტების ბალანსის გაუმჯობესება წარმოადგენს. აღსანიშნავია, რომ 2017 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი სრულად პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებით დაფინანსდა, ვალით დაფინანსებული დეფიციტი უარყოფითი იყო.

მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების მთავარ წყაროს და შესაბამისად ფინანსური ანგარიშის მთავარ კომპონენტს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები წარმოადგენს. 2016 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის 75%

<sup>76</sup> წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>, 04.06.2017.

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებით დაფინანსდა. 2017 წლის მესამე კვარტალში კი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ბალანსმა ოთხჯერ გადააჭარბა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს<sup>77</sup>.

**გრაფიკი №34. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=2230&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=2230&lang=geo)

პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს, დაფინანსების სხვა წყაროებთან შედარებით, შეუძლია უფრო მეტად მოახდინოს პოზიტიური გავლენა, ეკონომიკის (ახალი ტექნოლოგიების შემოტანით, ადამიანისეული კაპიტალის განვითარებით და კონკურენციის ზრდით) და დანახოების ზრდაზე.

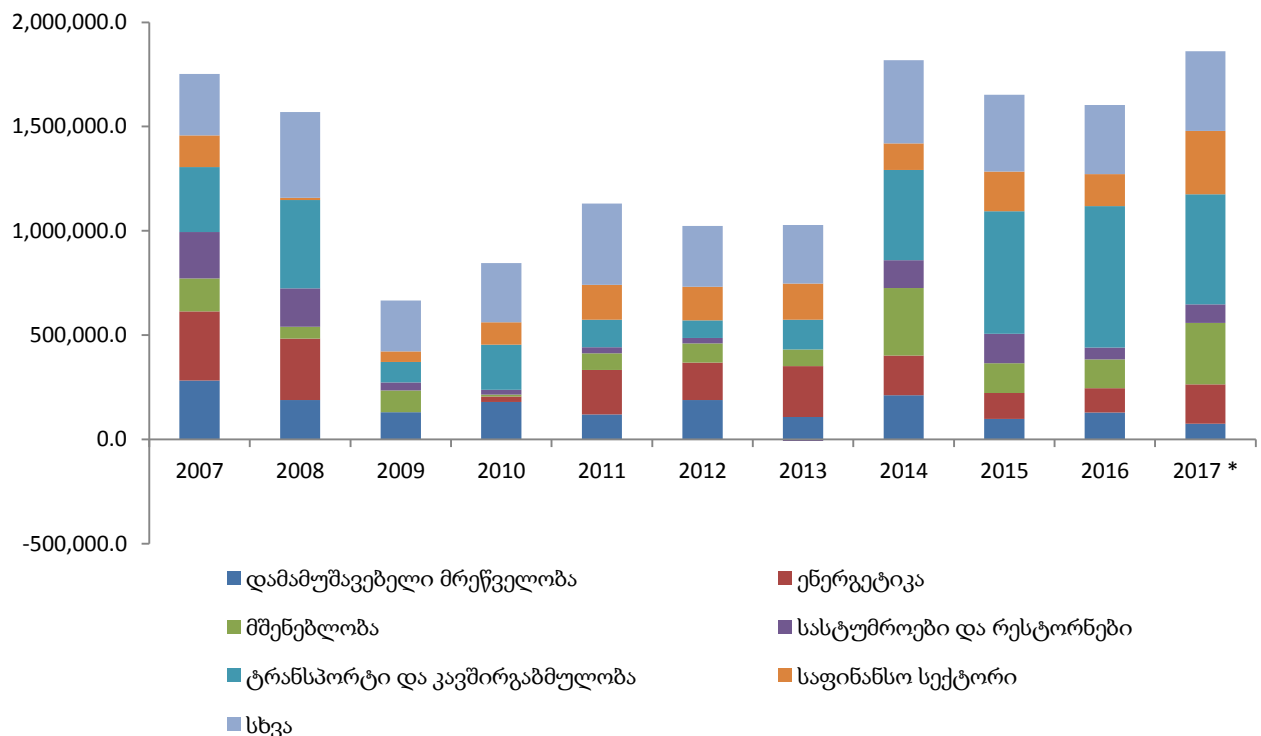
პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოდინებაში სოფლის მეურნეობის და მრეწველობის სექტორების დაბალი წილის გამო შეზღუდულია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გავლენა ექსპორტზე, თუმცა 2016 წელს გაიზარდა რეალურ სექტორში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების წილი.

<sup>77</sup> წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>, 30.05.2017.

2016 წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდამ 5% შეადგინა. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდა რეალურ სექტორში ინვესტიციების ზრდით იყო გამოწვეული. 2016 წელს ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ზრდა დაფიქსირდა დამამუშავებელი მრეწველობის, ენერჯეტიკის და მშენებლობის სექტორებში.

წინასწარი მონაცემებით 2017 წელს საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობა 16%-ით აღემატება წინა წლის მონაცემს და წარმოადგენს ისტორიულ მაქსიმუმს. წინა წლისგან განსხვავებით 2017 წელს ყველაზე დიდი მოცულობის ინვესტიცია ტრანსპორტისა და კავშირგაბმულობის სექტორში განხორციელდა. ასევე, ტრადიციულად გამოირჩა საფინანსო და მშენებლობის სექტორები.

**გრაფიკი №35. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები საქართველოში, ეკონომიკის სექტორების მიხედვით, ათასი აშშ დოლარი**

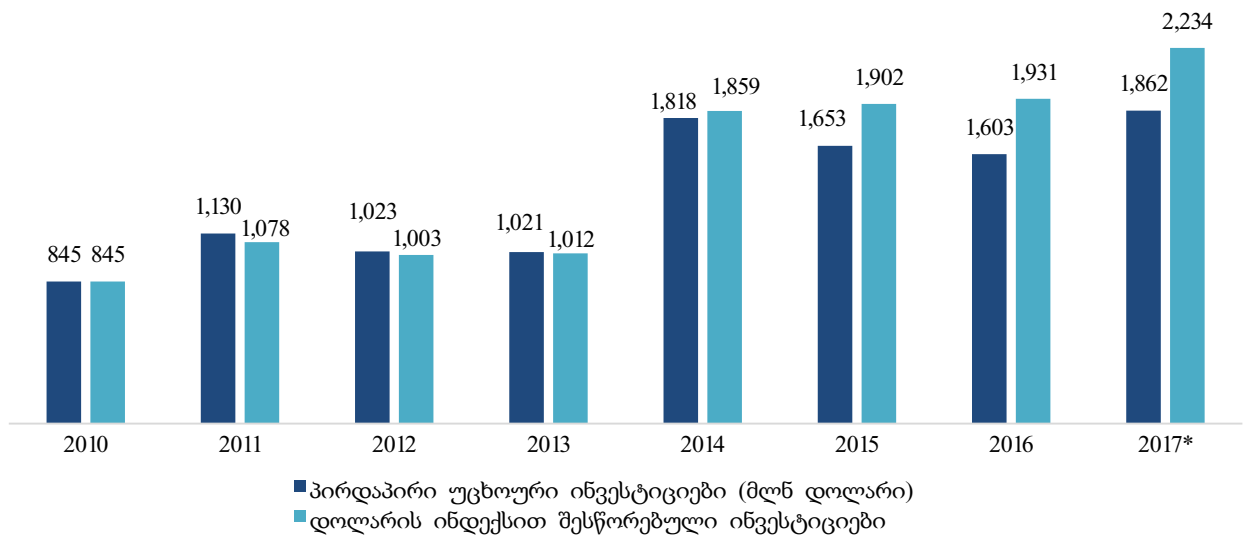


წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=2230&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=2230&lang=geo)

ბოლო პერიოდში ძლიერი დოლარის ფაქტორის გათვალისწინებით პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დოლარში აღრიცხვა მისი რეალური ზრდის ტემპებს არასაკმარისად არ ასახავს. რეალური დინამიკის უფრო ზუსტად ასახვისათვის მნიშვნელოვანია შევხედოთ დოლარის ინდექსით შესწორებულ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მაჩვენებელს.<sup>78</sup>

**გრაფიკი №36. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები,  
(მლნ აშშ დოლარი)**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=2230&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=2230&lang=geo)

ფინანსური გლობალიზაცია რამოდენიმე არხით შესაძლებელია დაკავშირებული იყოს საერთაშორისო კრიზისებთან. საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე არსებულმა ნაკლოვანებებმა შესაძლოა კრიზისის პროვოცირება გამოიწვიოს. შედეგად, ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნები უფრო მიდრეკილნი არიან აღნიშნული გზით წარმოქმნილი კრიზისებისადმი. ფინანსურ ბაზრებზე არსებულ ნაკლოვანებებს, როგორებიცაა: არარაციონალური ქცევა, სპეკულაციური შეტევები, საბაზრო ჩავარდნები და სხვა შეუძლია მიგვიყვანოს კარგი ფუნდამენტალების მქონე ქვეყანაშიც კი კრიზისთან. უფრო მეტიც, ძლიერი ფუნდამენტალების მქონე ეკონომიკა საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე

<sup>78</sup> წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=2230&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=2230&lang=geo)

არსებული ნაკლოვანებების გარეშეც შეიძლება დაზარალებს ფინანსური გლობალიზაციის პირებში.

ფინანსურმა გლობალიზაციამ შეიძლება დააზარალოს ქვეყანა თუ ის ზედმეტად ხდება საგარეო ფაქტორებზე დამოკიდებული. მაგალითად, თუ ქვეყანა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული საგარეო მოთხოვნაზე და საგარეო კაპიტალზე, ზუსტად ისე როგორც დღეს საქართველოა, კაპიტალის მოძრაობაში მოულოდნელი ცვლილება და საგარეო მოთხოვნის სწრაფი ვარდნა, ანუ ცვლილებები რომლებიც არ არის გამოწვეული ქვეყნის ფუნდამენტალების მნიშვნელოვანი ცვლილებებით და რომელზეც ეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლებს ვერ ექნებათ მნიშვნელოვანი გავლენა, შესაძლოა ქვეყანაში მნიშვნელოვანი კრიზისის გამოწვევი ფაქტორი გახდეს. აღნიშნული რისკის გადმოცემის მექანიზმი ლიტერატურაში განიხილება, როგორც რეალური სექტორის ურთიერთკავშირით გამოწვეული გავლენა და ძირითადად ორი მიმართულება საგარეო ვაჭრობა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები შეისწავლება. თუ რომელიმე ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში მოხდება ვალუტის გაუფასურება, იმისთვის, რომ მეორე მჭიდროდ დაკავშირებულმა ქვეყანამ შეინარჩუნოს კონკურენტუნარიანობა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის და ექსპორტის კუთხით იძულებულია დაუშვას თავისი ვალუტის შესაბამისი გაუფასურება, რათა გაასწოროს დარღვეული საგარეო დისბალანსი. აღნიშნული რეალური კავშირები საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისებს რეგიონალურ სახეს აძლევენ. რადგან ინვესტორები განვითარებად ბაზრებს აღიქვამენ როგორც მსგავსი რისკის მატარებელ მათთვის ნაკლებად ცნობილ ბაზრებს გარკვეულწილად მიბაძვითი ქცევის ელემენტებიც ჩნდება. სწორედ ასეთი მოსაზრებებია წარმოდგენილი სადოქტორო ნაშრომში მოცემული კვლევის განხორციელების მოტივაცია.

საქართველოს შემთხვევაში, სადოქტორო ნაშრომის კვლევაში განხილულ პერიოდში, რამდენიმე კრიზისის ეპიზოდი გვხვდება, რომელმაც ფინანსური ლიბერალიზაციის მაღალი დონის პირობებში მნიშვნელოვანი გავლენა იქონია საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე. კერძოდ, განვიხილავთ რამდენიმე კრიზისის ეპიზოდს: 1998 წელი რუსეთის ფინანსური კრიზისი, 2008 წლის

გლობალური ფინანსური კრიზისი, 2014 წელი რუსეთის ფინანსური კრიზისი და 2014-2015 წლები უკრაინის კრიზისი.

გარდა ზემოთ მოცემული ანალიზისა, სადაც ცალსახად დასტურდება ფინანსური ლიბერალიზაციის როგორც დადებითი ასევე უარყოფითი შედეგები, საქართველოს ეკონომიკაზე კაპიტალის მოძრაობის, საგარეო მოთხოვნის ცვლილების და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების გავლენის რაოდენობრივი შესწავლისათვის სადოქტორო ნაშრომის შემდეგ ნაწილში მოცემულია ვექტორული ავტორეგრესიის (VAR) და ცდომილების კორექციის (ECM) მოდელები, რომლის გამოყენება, ემპირიული ანალიზის საფუძველზე, კიდევ უფრო კონკრეტული დასკვნების გაკეთების საშუალებას მოგვცემს.

ეკონომეტრიკული ანალიზის განსახორციელებლად საჭირო მონაცემები მოიცავს 2003-2017 წლების კვარტალურ მაჩვენებლებს და ეფუძნება საქართველოს სტატისტიკის სამსახურის, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს და საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალურ სტატისტიკას. ასევე, გამოყენებულია მსოფლიო ბანკის, აზიის განვითარების ბანკის და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ოფიციალური მონაცემები. მოდელის პროგრამული უზრუნველყოფა ხორციელდება ეკონომეტრიკულ პროგრამა Eviews-ში (ყველა შესაბამისი პროცედურის განხორციელებით, მათ შორის: ლაგის შერჩევა, სტაბილურობის ტესტი, სერიული კორელაციის ტესტი, ავტოკორელაციის შემოწმება კოლეროგრამით, ჰეტეროსკედასტურობის ტესტი, იოჰანსენის კონტეგრაციის ტესტი და ა.შ.).

ეკონომეტრიკული ანალიზი ორ ეტაპად განხორციელდება:

1. განვიხილავთ ვექტორული ავტორეგრესიის (VAR) მოდელს დახურული ეკონომიკისათვის;
2. განვიხილავთ ვექტორული ავტორეგრესიის (VAR) და ცდომილების კორექციის (ECM) მოდელებს ღია ეკონომიკისათვის.

**ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი.** ერთი შეხედვით, ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი არის ერთცვლადიანი ავტორეგრესიული მოდელების მრავალცვლადიან ავტორეგრესიულ მოდელად მარტივი განზოგადება, მაგრამ ეს მოდელი წარმოადგენს ერთ-ერთ ფუნდამენტურ ემპირიულ საშუალებას თანამედროვე საერთაშორისო ფინანსებისა და მაკროეკონომიკის მიმართულებებში<sup>79</sup>.

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის წარმოშობის საფუძველს წარმოადგენს ეგრეთწოდებული “სიმსის კრიტიკა”. კრის სიმსი 1980-იან წლებში აკრიტიკებდა მაკრო-ეკონომეტრიკულ მოდელებს, რომლებიც ძალიან მკაცრ დაშვებებს ეფუძნებოდა. მისი აზრით მაკროეკონომიკურ ცვლადებს შორის დინამიკური კავშირების შესახებ მსგავსი მკაცრი დაშვებები ამახინჯებს მოდელს და გვაძლევს ცვლადების გადაადგილებულ შეფასებებს<sup>80</sup>.

სიმსის შემოთავაზება იყო აღნიშნული მოდელების სანაცვლოდ გამოყენებული ყოფილიყო ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი, რომელიც შეისწავლის ცვლადებს შორის კავშირებს მნიშვნელოვანი დაშვებების გარეშე. თუმცა, ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ვექტორული ავტორეგრესიის ტიპის მოდელები თეორიულ ფუნდამენტს მოკლებულია. სწორედ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი წარმოადგენს ამ დისერტაციის ძირითად მოდელს, რომელზე დაფუძნებითაც განხორციელდება დახურული და ღია ეკონომიკების ეკონომეტრიკული ანალიზი.

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი ძირითადად პროგნოზირებისა და სტრუქტურული/პოლიტიკის ანალიზისთვის გამოიყენება. კარგი შეფასებების მისაღებად მთავარ პირობას ცვლადების სტაციონალურობა წარმოადგენს. არასტაციონალური მწკრივების გამოყენების შემთხვევაში შესაძლოა მოდელმა გადაადგილებული შეფასებები მოგვცეს.

---

<sup>79</sup> Del Negro M. Schorfheide F. *Priors From General Equilibrium Models For VARs*, *International conomic Review*, Vol. 45, No. 2, New York, 2004.

<sup>80</sup> Sims, C. *Macroeconomics and reality*, *Econometrica*, 48(1), pp.1-48, New York, 1980.

სტაციონარობის საკითხის საილუსტრაციოდ განვიხილოთ ვექტორული ავტორეგრესიის შემდეგი მოდელი:

$$X_t = B_0 + B_1 X_{t-1} + B_2 X_{t-2} + \dots + B_n X_{t-n} + e_t$$

ღაგის ოპერატორის გამოყენების შედეგად ტოლობა შეგვიძლია შემდეგნაირად გადავწეროთ:

$$(I_n - B_1 L - B_2 L^2 - \dots - B_n L^n) X_t = B_0 + e_t; \quad B(L) X_t = B_0 + e_t$$

სადაც,  $L$  ღაგის ოპერატორია, ხოლო  $I_n$  ერთეულოვანი მატრიცაა. ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი არის სტაციონარული, თუ მახასიათებელი პოლინომიალის  $(B(L) = (I_n - B_1 L - B_2 L^2 - \dots - B_n L^n) = 0)$  ფესვები მოდულით ერთს აღემატება.

არასტაციონარული მწკრივების ტრანსფორმაციის სხვადასხვა გზები არსებობს, მათ შორის ლოგარითმის, პირველი ან უფრო მაღალი რიგის სხვაობების და ზრდის ტემპების გამოყენება. აღნიშნული მეთოდები გამოყენებული იქნება სადოქტორო ნაშრომის შემდეგ თავში.



### 3.2 ფინანსური ლიბერალიზაციის გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე

**დახურული ეკონომიკის მოდელი.** მთავარი მოდელის განხილვამდე განხორციელდება დახურული ეკონომიკის პირობებში ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი ფაქტორების ანალიზი.

კერძო მოხმარების, სახელმწიფო მოხმარების და ინვესტიციების ჯამი, წარმოადგენს აბსორპციას, რომელსაც ავლნიშნავთ  $Y_t$ –ით, მაშასადამე:

$$Y_t = C_t + I_t + G_t$$

სადაც:

$C_t$  – მოხმარება, დამოკიდებულია მთლიან შიდა პროდუქტსა და ქვეყანაში ინფლაციის დონეზე;

$I_t$  წარმოადგენს მთლიანი შიდა პროდუქტისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ფუნქციას.

$G_t$  – სახელმწიფო მოხმარების ეგზოგენური ცვლადია.

აღნიშნული დამოკიდებულებების და იმის გათვალისწინებით, რომ ამ ტიპის ცვლადებს ენდოგენურობის პრობლემა ახასიათებს, ავადოთ დახურული ეკონომიკის ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი, რომლის შედეგებიც წარმოდგენილია ქვემოთ მოცემულ ცხრილ №4-ზე.

**ცხრილი №4. ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის შედეგები:  
დახურული ეკონომიკის მოდელი**

	DLOG(GDP_SA) შპს	DLOG(INFL10_SA) ინფლაცია	RMPR მონეტ. პოლიტ. განაკვეთი	DLOG(RG_SA) რეალური მოხმარება
DLOG(GDP_SA(-1)) შპს	-0.059970 (0.10998) [-0.54528]	0.743884 (1.04558) [0.71146]	-8.865959 (12.6836) [-0.69901]	0.814287 (1.11750) [0.72867]
DLOG(GDP_SA(-2)) შპს	0.251301 (0.10822) [2.32217]	-0.783279 (1.02884) [-0.76133]	5.688125 (12.4805) [0.45576]	1.633685 (1.09960) [1.48571]
DLOG(GDP_SA(-3)) შპს	-0.263189 (0.09875) [-2.66510]	-0.174262 (0.93886) [-0.18561]	8.099419 (11.3890) [0.71116]	-1.052348 (1.00344) [-1.04874]
DLOG(GDP_SA(-4)) შპს	-0.059289 (0.09097) [-0.65174]	1.904741 (0.86485) [2.20239]	-25.21797 (10.4912) [-2.40372]	2.396833 (0.92434) [2.59303]
DLOG(GDP_SA(-5)) შპს	0.256753 (0.09410) [2.72865]	-1.355746 (0.89457) [-1.51553]	14.31071 (10.8517) [1.31875]	1.342898 (0.95610) [1.40456]
DLOG(INFL10_SA(-1)) ინფლაცია	-0.186803 (0.04492) [-4.15899]	0.200180 (0.42702) [0.46879]	1.059996 (5.17998) [0.20463]	0.486175 (0.45639) [1.06527]
DLOG(INFL10_SA(-2)) ინფლაცია	0.064604 (0.04349) [1.48554]	0.323836 (0.41345) [0.78325]	-2.955710 (5.01542) [-0.58932]	0.038956 (0.44189) [0.08816]
DLOG(INFL10_SA(-3)) ინფლაცია	-0.027622 (0.04142) [-0.66684]	-0.490703 (0.39381) [-1.24605]	1.447651 (4.77715) [0.30304]	0.054534 (0.42089) [0.12957]
DLOG(INFL10_SA(-4)) ინფლაცია	-0.128633 (0.04524) [-2.84363]	-0.488985 (0.43006) [-1.13703]	12.49927 (5.21685) [2.39594]	-0.787245 (0.45963) [-1.71276]
DLOG(INFL10_SA(-5)) ინფლაცია	0.020855 (0.01920) [1.08618]	0.365406 (0.18254) [2.00177]	-5.796085 (2.21435) [-2.61751]	-0.089132 (0.19510) [-0.45686]
RMPR(-1) რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	-0.013766 (0.00351) [-3.91945]	-0.009662 (0.03339) [-0.28935]	1.280747 (0.40505) [3.16197]	0.056189 (0.03569) [1.57448]
RMPR(-2) რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	0.017115 (0.00475) [3.60674]	0.049501 (0.04511) [1.09724]	-0.741186 (0.54726) [-1.35436]	-0.078777 (0.04822) [-1.63381]
RMPR(-3) რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	-0.005723 (0.00478) [-1.19797]	-0.060733 (0.04542) [-1.33723]	0.371805 (0.55094) [0.67485]	0.045173 (0.04854) [0.93062]
RMPR(-4) რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	-0.010217 (0.00492) [-2.07730]	0.024471 (0.04676) [0.52336]	0.430838 (0.56721) [0.75958]	-0.095109 (0.04997) [-1.90317]
RMPR(-5)	0.011779	0.016063	-0.624044	0.060179

მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00319)	(0.03033)	(0.36797)	(0.03242)
	[ 3.69167]	[ 0.52956]	[-1.69592]	[ 1.85623]
DLOG(RG_SA(-1)) რეალური მოხმარება	-0.046267	0.139869	-0.682136	-0.576561
	(0.01566)	(0.14886)	(1.80572)	(0.15909)
	[-2.95496]	[ 0.93963]	[-0.37776]	[-3.62401]
DLOG(RG_SA(-2)) რეალური მოხმარება	0.038072	0.139760	0.691305	-0.254050
	(0.01702)	(0.16183)	(1.96308)	(0.17296)
	[ 2.23667]	[ 0.86363]	[ 0.35215]	[-1.46885]
DLOG(RG_SA(-3)) რეალური მოხმარება	0.117736	0.129482	-1.769395	-0.142595
	(0.01890)	(0.17967)	(2.17955)	(0.19203)
	[ 6.22979]	[ 0.72065]	[-0.81181]	[-0.74256]
DLOG(RG_SA(-4)) რეალური მოხმარება	0.044494	-0.056216	-0.320977	-0.193805
	(0.02314)	(0.22003)	(2.66915)	(0.23517)
	[ 1.92248]	[-0.25549]	[-0.12025]	[-0.82412]
DLOG(RG_SA(-5)) რეალური მოხმარება	-0.052543	0.099438	-0.825318	-0.270114
	(0.01817)	(0.17274)	(2.09548)	(0.18462)
	[-2.89178]	[ 0.57564]	[-0.39386]	[-1.46305]
C მუდმივი	0.016293	-0.041356	0.577608	-0.010141
	(0.00421)	(0.04002)	(0.48547)	(0.04277)
	[ 3.87063]	[-1.03337]	[ 1.18979]	[-0.23710]
D051 ფიქტიური ცვლადი	-0.063956	0.249773	-3.743305	0.325340
	(0.01913)	(0.18183)	(2.20573)	(0.19434)
	[-3.34396]	[ 1.37365]	[-1.69708]	[ 1.67410]
D054 ფიქტიური ცვლადი	-0.038127	0.009561	0.735402	-0.151761
	(0.01702)	(0.16186)	(1.96343)	(0.17299)
	[-2.23947]	[ 0.05907]	[ 0.37455]	[-0.87729]
D083 ფიქტიური ცვლადი	-0.145453	0.058879	-1.877622	-0.448640
	(0.02773)	(0.26365)	(3.19827)	(0.28179)
	[-5.24492]	[ 0.22332]	[-0.58707]	[-1.59213]
D124 ფიქტიური ცვლადი	-0.033503	-0.171096	1.480755	-0.202984
	(0.01757)	(0.16700)	(2.02585)	(0.17849)
	[-1.90723]	[-1.02451]	[ 0.73093]	[-1.13724]
D142 ფიქტიური ცვლადი	-0.036964	-0.059265	-0.103279	-0.043514
	(0.01728)	(0.16432)	(1.99330)	(0.17562)
	[-2.13865]	[-0.36067]	[-0.05181]	[-0.24777]
R-squared	0.796704	0.571205	0.845808	0.656699
Adj. R-squared	0.637880	0.536209	0.725346	0.388494
Sum sq. resids	0.006946	0.627789	92.38107	0.717119
S.E. equation	0.014733	0.140066	1.699090	0.149700
F-statistic	5.016249	1.705111	7.021340	2.448502
Log likelihood	179.5734	48.95540	-95.79733	45.09730
Akaike AIC	-5.295635	-0.791566	4.199908	-0.658528
Schwarz SC	-4.371988	0.132081	5.123555	0.265119
Mean dependent	0.014346	0.002016	1.331369	0.014073
S.D. dependent	0.024483	0.160267	3.242076	0.191435
Determinant resid covariance (dof adj.)		3.18E-08		
Determinant resid covariance		2.95E-09		
Log likelihood		240.4421		
Akaike information criterion		-4.704901		
Schwarz criterion		-1.010314		

მოდელის ლაგის შერჩევის კრიტერიუმი ოპტიმალური ლაგის რაოდენობად ხუთი პერიოდის ლაგს განიხილავს.

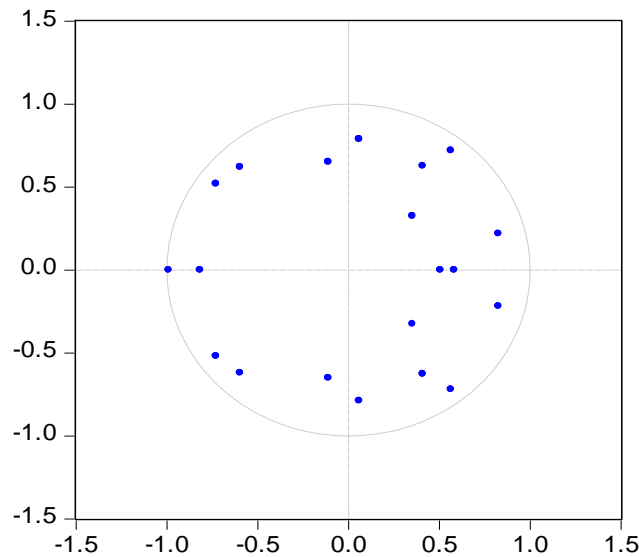
**ცხრილი №5. ლაგის შერჩევის კრიტერიუმი**

ლაგი	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	46.38434	NA	5.45e-06	-0.771874	0.080723	-0.439770
1	151.5535	174.0730	2.54e-07	-3.846671	-2.425676*	-3.293165*
2	165.2005	20.70590	2.83e-07	-3.765536	-1.776143	-2.990627
3	181.5431	22.54151	2.93e-07	-3.777350	-1.219558	-2.781038
4	207.3710	32.06219	2.25e-07	-4.116242	-0.990053	-2.898528
5	240.4421	36.49227*	1.40e-07*	-4.704901*	-1.010314	-3.265785

წყარო: ავტორისეული შეფასება

მოდელის შესამოწმებლად განხორციელდა სტაბილურობის ტესტი, რომლის თანახმადაც მახასიათებელი პოლინომიალის შებრუნებული ფესვები ერთზე ნაკლებია და ხვდება წარმოსახვით ერთეულოვან წრეში, რაც მოდელის სტაბილურობაზე მიანიშნებს.

**გრაფიკი №37. მახასიათებელი პოლინომიალის შებრუნებული ფესვები**



წყარო: ავტორისეული შეფასება

ცდომილების ერთეულოვანი ფესვის ტესტით მიღებული შედეგები გამოყენებული ხუთი ლაგის შემთხვევაში მოდელის სტაბილურობაზე მიუთითებს.

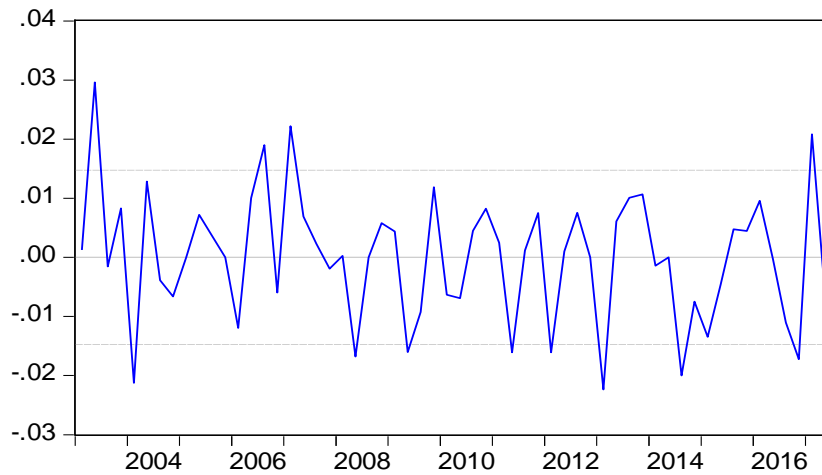
**ცხრილი №6. ერთეულოვანი ფესვის ტესტი**

ლაგი	LM-სტატ.	ალბათობა
1	21.27600	0.1681
2	36.31237	0.0026
3	17.10893	0.3786
4	18.90448	0.2736
5	10.63991	0.8311
6	15.60958	0.4805

წყარო: ავტორისეული შეფასება

რაც შეეხება მოდელის ცდომილებას, გრაფიკი №38 აჩვენებს, რომ ცდომილების ვარიაცია ორი სტანდარტული გადახრის ფარგლებშია.

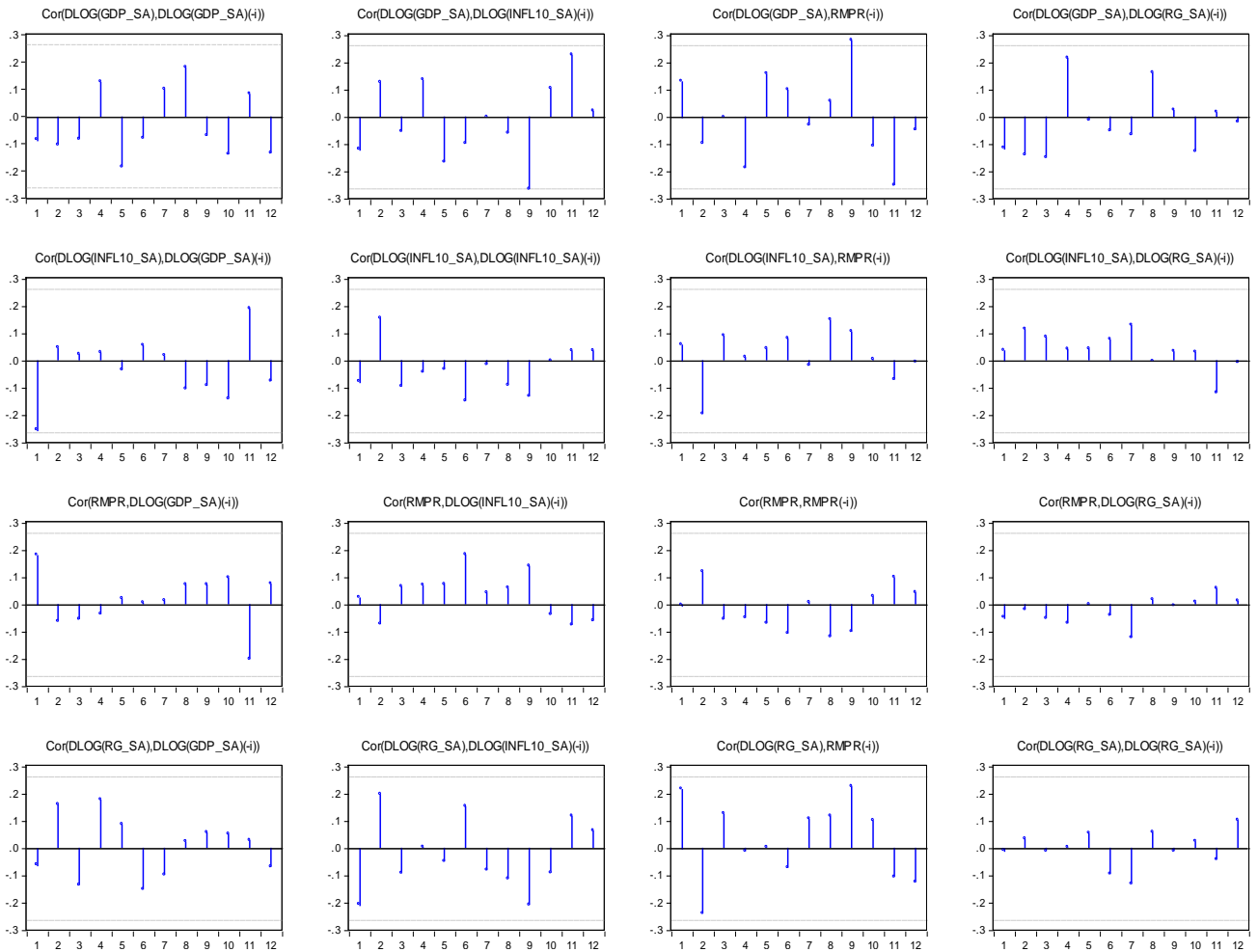
**გრაფიკი №38. მშპ-ს შეფასების განტოლების ცდომილების განაწილება**



წყარო: ავტორისეული შეფასება

ასევე, კორელოგრამით (გრაფიკი №39) არ დასტურდება ცდომილებების დროში კორელირებულობა ან რაიმე ტრენდი.

### გრაფიკი №39. კორელგრამა

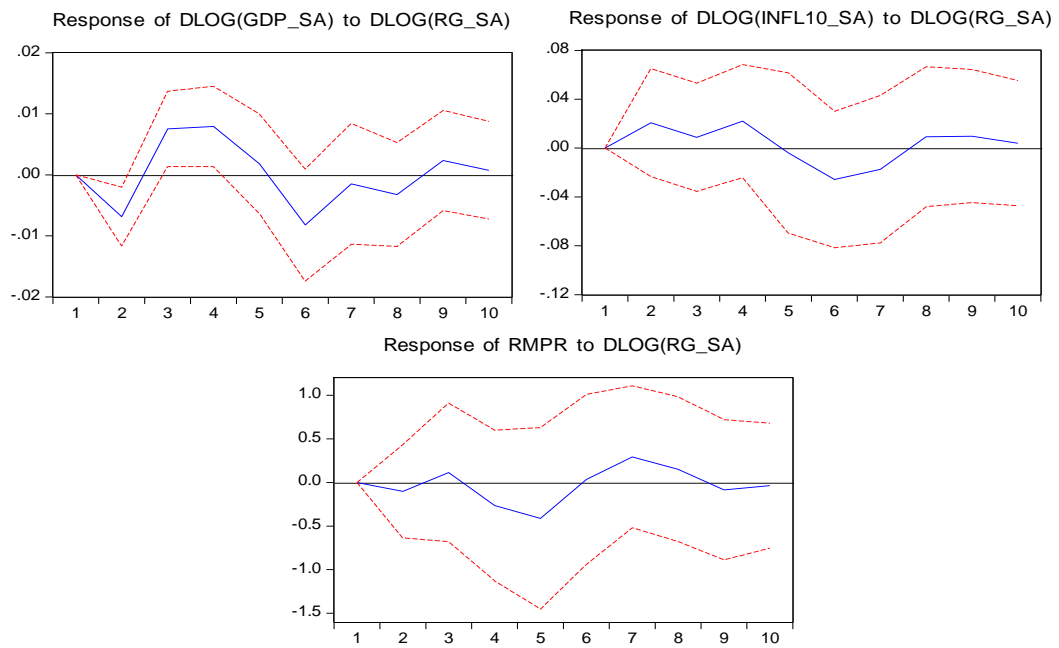


წყარო: ავტორისეული შეფასება

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი დახურული ეკონომიკის სისტემის, ეგზოგენური შოკების იმპულსზე რეაქციის შესწავლის საშუალებას იძლევა. სადოქტორო ნაშრომის ინტერესებისთვის ენდოგენურ ცვლადებზე მთავრობის რეალური დანახარჯების, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის და ინფლაციის იმპულსის შესწავლა მოხდება.

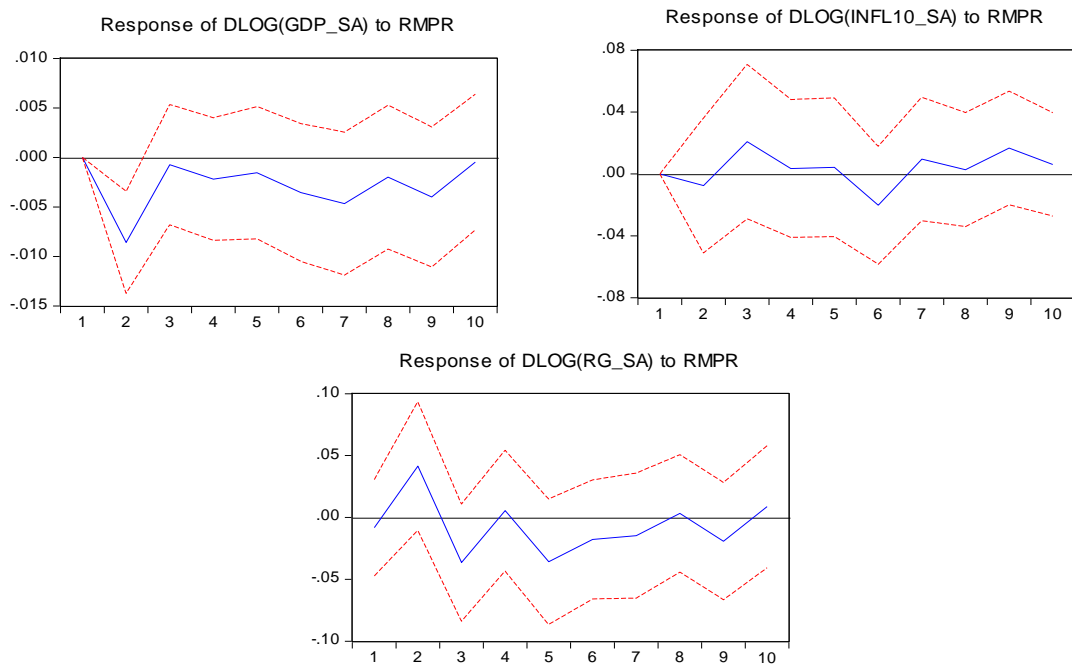
ჩვენს მოდელში მთავრობის რეალური დანახარჯების იმპულსის დახურული ეკონომიკის სისტემაზე გავლენა მნიშვნელოვანია და იწვევს ინფლაციის ზრდას, ასევე ორი კვარტლის დაგვიანებით ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას (იხილეთ გრაფიკი №40).

**გრაფიკი №40. ენდოგენური ცვლადების რეალური დანახარჯების იმპულსზე რეაქცია**



წყარო: ავტორისეული შეფასება

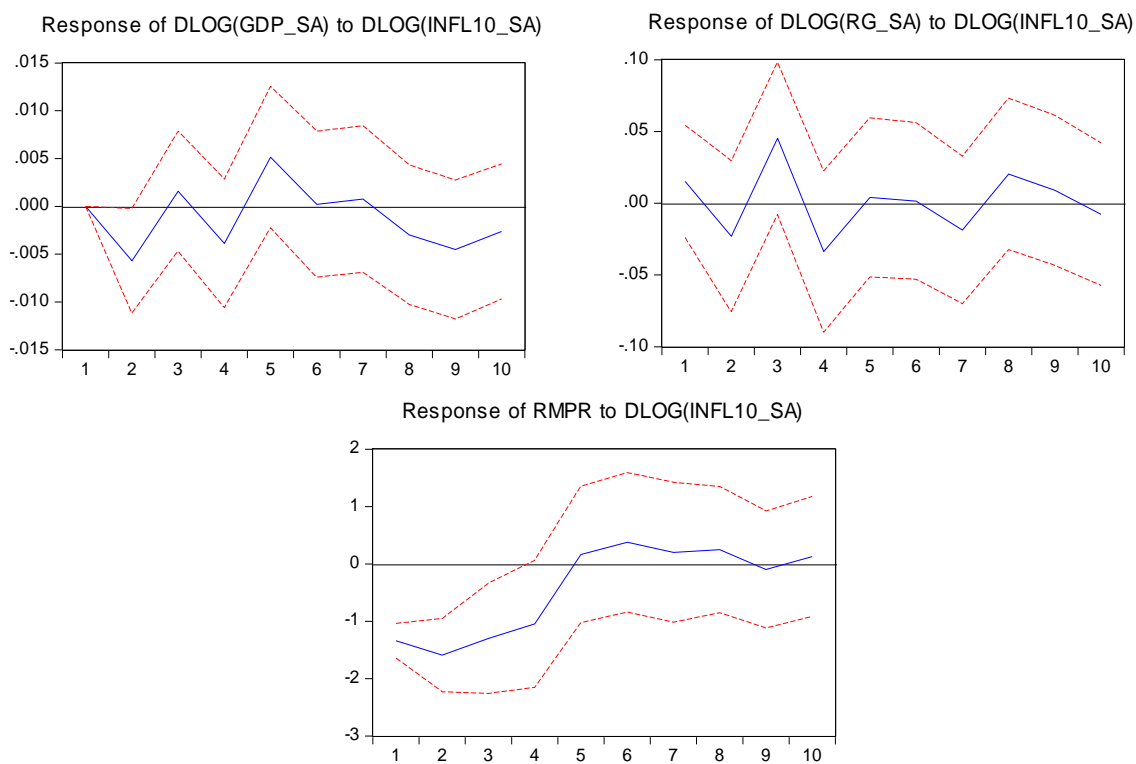
**გრაფიკი №41. ენდოგენური ცვლადების რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსზე რეაქცია**



წყარო: ავტორისეული შეფასება

რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსი ეკონომიკურ ზრდაზე უარყოფით გავლენას ახდენს (იხილეთ გრაფიკი №41). ინფლაციის იმპულსი კი, თავის მხრივ, ოთხი კვარტლის დაგვიანებით იწვევს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ზრდას (იხილეთ გრაფიკი №42).

**გრაფიკი №42. ენდოგენური ცვლადების ინფლაციის იმპულსზე რეაქცია**



წყარო: ავტორისეული შეფასება



ღია ეკონომიკის მოდელი. დახურული ეკონომიკის მოდელის გახსნა სისტემაში საგარეო მოთხოვნის, გაცვლითი კურსის და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ცვლადების შემოტანით მოხდება. რადგან ღია ეკონომიკის მოდელში ცვლადებს შორის ორმხრივი კავშირი არსებობს, როგორც უკვე ავღნიშნეთ ამ ტიპის ანალიზისთვის უმჯობესია გამოვიყენოთ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი (VAR).

მთლიანი შიდა პროდუქტის თითოეულ კომპონენტზე მოქმედი ფაქტორებია:

$$C = F(RMPR, GDP, NET\ INC)$$

$$I = F(RMPR, GDP)$$

$$G = F(RMPR, DEBT, GDP)$$

$$EX = F(WGDP, REER, GDP)$$

$$IM = F(REER, GDP, FDI)$$

სადაც:

GDP: არის ღარში გამოსახული საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის მაჩვენებელი.

RMPR: არის რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი და გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:  $\left(\frac{1+\frac{mpr}{100}}{1+\frac{inf}{100}} - 1\right) * 100$ , სადაც, MPR არის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, ხოლო *inf* არის ინფლაციის მაჩვენებელი.

REER: არის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი (%), ინდექსის ზრდა მიგვანიშნებს რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარებას, ხოლო შემცირება კი ნიშნავს კურსის გაუფასურებას. აღნიშნული ინდექსის დათვლისას საბაზისო წლად აღებულია 2010 წელი.

WGDP: არის ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების შეწონილი საშუალო მთლიანი შიდა პროდუქტი. წონები გამოთვლილია 2010-2015 წლების პერიოდში საქართველოს ექსპორტში აღნიშნული ქვეყნების წილების გათვალისწინებით.

RG: არის რეალური სახელმწიფო დანახარჯები და წარმოადგენს ნომინალურ დანახარჯებს დაკორექტირებულს სამომხმარებლო ფასების ინდექსით CPI.

FDI: არის საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები.

კვარტალურ დროით მწკრივებთან მუშაობის თავისებურებიდან გამომდინარე (ამ ტიპის მონაცემებს ახასიათებს სეზონურობის და სხვა პრობლემები) ცვლადები (გარდა RMPR, რომელიც ინდექსია) არის სეზონურად შესწორებული, ასევე, ცვლადების სტანდარტიზაციისთვის აღებულია ლოგარითმული მნიშვნელობები. დამოკიდებული ცვლადი არის ლარში გამოსახული საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის ლოგარითმი, განხორციელდა აღნიშნული ცვლადის პირველი რიგის სხვაობა და სეზონურად შესწორება.

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი სადოქტორო ნაშრომის კვლევის საბაზისო მოდელს წარმოადგენს. ამ ტიპის მოდელები გამოიყენება მაშინ, როცა არ არსებობს რწმუნება იმისა, რომ დამოუკიდებელი ცვლადი ნამდვილად ეგზოგენურია, ასეთ შემთხვევაში ყველაზე საუკეთესო მეთოდია თითოეული ცვლადი მივიჩნიოთ სიმეტრიულად, ანუ ენდოგენურად.

როგორც უკვე აღინიშნა ვექტორული ავტორეგრესიის განხორციელების მთავარ პირობას ცვლადების სტაციონალურობა წარმოადგენს. ამიტომ მოდელის აგებამდე მნიშვნელოვანია ცვლადები შემოწმდეს სტაციონალურობაზე, ამისათვის განხორციელდა გაფართოებული დიკი ფულერის ტესტი მხოლოდ კონსტანტას, ტრენდისა და კონსტანტას და პირველი რიგის სხვაობის შემთხვევებში, მოდელის შემდეგი ცვლადები: რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტი, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და მსოფლიო მოთხოვნა წარმოაგენს პირველი რიგის ინტეგრირებულ პროცესს, ხოლო რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი არის სტაციონალური მწკრივი. მოდელისთვის ვარგისი სტაციონალური მწკრივების მისაღებად პირველი რიგის ინტეგრირებული ცვლადებისთვის გამოყენებულია პირველი რიგის სხვაობები.

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი წარმოადგენს განტოლებათა სისტემას, რომელიც ამ კვლევაში ჩამოყალიბებულ, ცხრილ №7-ზე მოცემულ ოთხ ლაგიან ღია ეკონომიკის მოდელში შემდგენაირად გამოიყურება:

$$\begin{aligned}
DLOG(GDP_{t-SA}) &= \sum_{i=1}^4 \beta_{1i} DLOG(GDP_{SA})_{t-i} + \sum_{m=5}^8 \beta_{1m} DLOG(REER_{SA})_{t-m+4} + \sum_{l=9}^{12} \beta_{1l} DLOG(RMPR_{SA})_{t-l+8} \\
&+ \sum_{n=13}^{16} \beta_{1n} DLOG(CONS_{SA})_{t-n+12} + \beta_{1,17} DLOG(WGDPC_{SA})_{t-1} + \beta_{1,18} D041 + \beta_{1,19} D054 \\
&+ \beta_{1,20} D074 + \beta_{1,21} D083 + \beta_{1,22} D141 + e_{1,t} \\
DLOG(REER_{t-SA}) &= \sum_{i=1}^4 \beta_{2i} DLOG(GDP_{SA})_{t-i} + \sum_{m=5}^8 \beta_{2m} DLOG(REER_{SA})_{t-m+4} + \sum_{l=9}^{12} \beta_{2l} DLOG(RMPR_{SA})_{t-l+8} \\
&+ \sum_{n=13}^{16} \beta_{2n} DLOG(CONS_{SA})_{t-n+12} + \beta_{2,17} DLOG(WGDPC_{SA})_{t-1} + \beta_{2,18} D041 + \beta_{2,19} D054 \\
&+ \beta_{2,20} D074 + \beta_{2,21} D083 + \beta_{2,22} D141 + e_{2,t} \\
DLOG(RMPR_{t-SA}) &= \sum_{i=1}^4 \beta_{3i} DLOG(GDP_{SA})_{t-i} + \sum_{m=5}^8 \beta_{3m} DLOG(REER_{SA})_{t-m+4} + \sum_{l=9}^{12} \beta_{3l} DLOG(RMPR_{SA})_{t-l+8} \\
&+ \sum_{n=13}^{16} \beta_{3n} DLOG(CONS_{SA})_{t-n+12} + \beta_{3,17} DLOG(WGDPC_{SA})_{t-1} + \beta_{3,18} D041 + \beta_{3,19} D054 \\
&+ \beta_{3,20} D074 + \beta_{3,21} D083 + \beta_{3,22} D141 + e_{3,t} \\
DLOG(RCONS_{t-SA}) &= \sum_{i=1}^4 \beta_{4i} DLOG(GDP_{SA})_{t-i} + \sum_{m=5}^8 \beta_{4m} DLOG(REER_{SA})_{t-m+4} + \sum_{l=9}^{12} \beta_{4l} DLOG(RMPR_{SA})_{t-l+4} \\
&+ \sum_{n=13}^{16} \beta_{4n} DLOG(CONS_{SA})_{t-n+12} + \beta_{4,17} DLOG(WGDPC_{SA})_{t-1} + \beta_{4,18} D041 + \beta_{4,19} D054 \\
&+ \beta_{4,20} D074 + \beta_{4,21} D083 + \beta_{4,22} D141 + e_{4,t}
\end{aligned}$$

აღნიშნული მოდელი საშუალებას მოგვცემს შევისწავლოთ ცვლადებს შორის დინამიკური ურთიერთკავშირი, მათ შორის, ერთდროული ურთიერთკავშირების ჩათვლით. მოდელში მოცემული ცვლადები მათი სეზონური ტენდენციიდან გამომდინარე, სეზონურად არის შესწორებული, სტაციონალურობის უზრუნველსაყოფად კი განხორციელებულია პირველი რიგის სხვაობები.

როგორც მოცემული განტოლებათა სისტემიდან ჩანს მთლიანი შიდა პროდუქტის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის და მოხმარების ცვლადები წარმოადგენენ მოდელის ენდოგენურ ცვლადებს. საგარეო მოთხოვნის, 2007-2008 წლების და 2014 წლის კრიზისის და 2004-2005 წლების სტრუქტურული ცვლილებების ფიქტიური ცვლადები წარმოადგენენ მოდელის ეგზოგენურ ცვლადებს. მოგვიანებით,

ნაშრომის მსვლელობისას, ალტერნატიული სცენარებისა და პროგნოზირების მიზნებისთვის საგარეო მოთხოვნის ეგზოგენური ცვლადი მოდელის ერთ-ერთ ინტერპრეტაციაში განხილული იქნება როგორც ენდოგენური ცვლადი.

**ცხრილი №7. ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის შედეგები:**

**ღია ეკონომიკის მოდელი**

	DLOG(GDP_SA) შპა	DLOG(REER_SA) რეალ. ვექტ. გაცვლითი კურსი	D(RMPR) რეალ. მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	DLOG(FDI_SA) პუი	DLOG(RCONS_SA) რეალური მოსმარება
DLOG(GDP_SA(-1)) შპა	0.054144 (0.10153) [ 0.53328]	-0.059547 (0.17850) [-0.33361]	-22.92034 (13.2684) [-1.72743]	0.260563 (2.10540) [ 0.12376]	-0.037800 (0.30904) [-0.12231]
DLOG(GDP_SA(-2)) შპა	0.181934 (0.09193) [ 1.97906]	0.058332 (0.16162) [ 0.36093]	24.10759 (12.0138) [ 2.00667]	-0.044809 (1.90631) [-0.02351]	-0.085506 (0.27982) [-0.30558]
DLOG(GDP_SA(-3)) შპა	-0.045853 (0.10463) [-0.43825]	0.122887 (0.18394) [ 0.66807]	24.42034 (13.6733) [ 1.78599]	0.452805 (2.16964) [ 0.20870]	0.466589 (0.31847) [ 1.46508]
DLOG(GDP_SA(-4)) შპა	0.209434 (0.09726) [ 2.15335]	0.477985 (0.17099) [ 2.79544]	-26.02102 (12.7103) [-2.04723]	-0.409116 (2.01684) [-0.20285]	0.156994 (0.29604) [ 0.53030]
DLOG(REER_SA(-1)) რეალ. ვექტორული გაცვლითი კურსი	-0.065574 (0.09342) [-0.70194]	0.436366 (0.16423) [ 2.65699]	30.41991 (12.2083) [ 2.49174]	-3.311485 (1.93718) [-1.70944]	0.161431 (0.28435) [ 0.56772]
DLOG(REER_SA(-2)) რეალ. ვექტორული გაცვლითი კურსი	0.039674 (0.11373) [ 0.34886]	-0.398497 (0.19994) [-1.99311]	3.840526 (14.8623) [ 0.25841]	0.261816 (2.35831) [ 0.11102]	0.430771 (0.34617) [ 1.24440]
DLOG(REER_SA(-3)) რეალ. ვექტორული გაცვლითი კურსი	0.125913 (0.10961) [ 1.14875]	-0.093566 (0.19270) [-0.48556]	-9.494148 (14.3242) [-0.66280]	-2.114382 (2.27293) [-0.93025]	-0.088019 (0.33363) [-0.26382]
DLOG(REER_SA(-4)) რეალ. ვექტორული გაცვლითი კურსი	-0.059488 (0.09894) [-0.60127]	-0.293704 (0.17394) [-1.68858]	39.91674 (12.9295) [ 3.08726]	-2.491137 (2.05162) [-1.21423]	-0.135190 (0.30115) [-0.44891]
D(RMPR(-1)) რეალ. მონეტარული	0.000492 (0.00112)	-0.000671 (0.00197)	0.267508 (0.14681)	0.003968 (0.02329)	0.001310 (0.00342)

პოლიტიკის განაკვეთი	[ 0.43771]	[-0.33987]	[ 1.82220]	[ 0.17035]	[ 0.38305]
D(RMPR(-2))	-0.000943	-0.000492	-0.143750	-0.004434	0.001332
რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00114)	(0.00200)	(0.14871)	(0.02360)	(0.00346)
	[-0.82854]	[-0.24593]	[-0.96665]	[-0.18789]	[ 0.38468]
D(RMPR(-3))	0.003039	0.000340	-0.096076	-0.021089	0.001867
რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00109)	(0.00192)	(0.14241)	(0.02260)	(0.00332)
	[ 2.78891]	[ 0.17724]	[-0.67463]	[-0.93325]	[ 0.56289]
D(RMPR(-4))	-0.000903	-0.000833	-0.320863	-0.017640	0.000405
რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00109)	(0.00191)	(0.14217)	(0.02256)	(0.00331)
	[-0.83026]	[-0.43575]	[-2.25694]	[-0.78195]	[ 0.12216]
DLOG(FDI_SA(-1))	0.015856	-0.020265	1.137198	-0.772122	0.018609
პუი	(0.00825)	(0.01451)	(1.07826)	(0.17110)	(0.02511)
	[ 1.92173]	[-1.39709]	[ 1.05466]	[-4.51282]	[ 0.74096]
DLOG(FDI_SA(-2))	0.009031	-0.022066	0.072054	-0.324302	0.017195
პუი	(0.00829)	(0.01458)	(1.08351)	(0.17193)	(0.02524)
	[ 1.08925]	[-1.51388]	[ 0.06650]	[-1.88626]	[ 0.68133]
DLOG(FDI_SA(-3))	0.020151	-0.028167	0.540013	-0.096823	0.020988
პუი	(0.00813)	(0.01429)	(1.06255)	(0.16860)	(0.02475)
	[ 2.47841]	[-1.97054]	[ 0.50822]	[-0.57427]	[ 0.84805]
DLOG(FDI_SA(-4))	0.007577	0.001241	0.425257	-0.164734	0.007449
პუი	(0.00729)	(0.01282)	(0.95293)	(0.15121)	(0.02220)
	[ 1.03911]	[ 0.09678]	[ 0.44626]	[-1.08945]	[ 0.33562]
DLOG(RCONS_SA(-1))	-0.107215	0.043834	4.541253	2.531273	-0.367165
რეალური მოხმარება	(0.05022)	(0.08829)	(6.56298)	(1.04140)	(0.15286)
	[-2.13491]	[ 0.49648]	[ 0.69195]	[ 2.43065]	[-2.40193]
DLOG(RCONS_SA(-2))	-0.110754	0.067873	-1.081319	1.518124	-0.279472
რეალური მოხმარება	(0.05590)	(0.09828)	(7.30574)	(1.15925)	(0.17016)
	[-1.98116]	[ 0.69060]	[-0.14801]	[ 1.30957]	[-1.64239]
DLOG(RCONS_SA(-3))	-0.122223	0.179774	-13.84333	1.303456	0.067438
საგარეო მოთხოვნა	(0.07308)	(0.12847)	(9.55007)	(1.51538)	(0.22244)
	[-1.67252]	[ 1.39931]	[-1.44955]	[ 0.86015]	[ 0.30318]
DLOG(RCONS_SA(-4))	0.087573	-0.008776	2.178027	-0.749870	-0.114185
საგარეო მოთხოვნა	(0.06509)	(0.11443)	(8.50618)	(1.34974)	(0.19812)
	[ 1.34543]	[-0.07669]	[ 0.25605]	[-0.55557]	[-0.57633]
C	0.009216	-0.003593	0.115332	-0.020112	0.002082
	(0.00313)	(0.00550)	(0.40872)	(0.06486)	(0.00952)
	[ 2.94679]	[-0.65344]	[ 0.28217]	[-0.31011]	[ 0.21872]

DLOG(WGDPC_SA(-1))	0.490228	0.154567	-49.49561	6.553368	0.994688
საგარეო მოთხოვნა	(0.19012)	(0.33424)	(24.8456)	(3.94244)	(0.57869)
	[ 2.57853]	[ 0.46245]	[-1.99213]	[ 1.66226]	[ 1.71885]
D041	-0.091359	-0.026648	1.484909	0.128610	-0.062828
ფიქტიური ცვლადი	(0.01494)	(0.02626)	(1.95209)	(0.30975)	(0.04547)
	[-6.11616]	[-1.01474]	[ 0.76068]	[ 0.41520]	[-1.38183]
D074	-0.031909	-0.010138	1.211468	0.420817	0.201677
ფიქტიური ცვლადი	(0.01580)	(0.02778)	(2.06506)	(0.32768)	(0.04810)
	[-2.01929]	[-0.36493]	[ 0.58665]	[ 1.28424]	[ 4.19300]
D083	-0.075598	-0.031626	2.648765	-1.651216	-0.107620
ფიქტიური ცვლადი	(0.02157)	(0.03792)	(2.81874)	(0.44727)	(0.06565)
	[-3.50496]	[-0.83402]	[ 0.93970]	[-3.69177]	[-1.63922]
D144	-0.038598	0.006736	-0.371529	0.696766	0.010374
ფიქტიური ცვლადი	(0.01571)	(0.02763)	(2.05355)	(0.32585)	(0.04783)
	[-2.45629]	[ 0.24384]	[-0.18092]	[ 2.13830]	[ 0.21690]
D124	-0.041787	-0.044225	1.594891	0.092590	-0.010159
ფიქტიური ცვლადი	(0.01455)	(0.02557)	(1.90111)	(0.30166)	(0.04428)
	[-2.87248]	[-1.72925]	[ 0.83892]	[ 0.30693]	[-0.22943]
R-squared	0.858131	0.655225	0.703214	0.734952	0.714821
Adj. R-squared	0.730939	0.346116	0.437130	0.497323	0.459142
Sum sq. resids	0.004431	0.013695	75.67677	1.905426	0.041055
S.E. equation	0.012361	0.021731	1.615408	0.256329	0.037625
F-statistic	6.746707	2.119720	2.642824	3.092851	2.795783
Log likelihood	184.9842	153.3887	-87.89191	15.19753	122.6492
Akaike AIC	-5.642293	-4.513882	4.103282	0.421517	-3.416041
Schwarz SC	-4.665784	-3.537373	5.079791	1.398026	-2.439533
Mean dependent	0.013124	0.004653	-0.082432	0.028750	0.012404
S.D. dependent	0.023830	0.026874	2.153169	0.361537	0.051161
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.31E-11			
Determinant resid covariance		4.87E-13			
Log likelihood		396.5159			
Akaike information criterion		-9.339853			
Schwarz criterion		-4.457308			

წყარო: ავტორისეული შეფასება

Eviews-ის ლაგის შერჩევის კრიტერიუმზე დაყრდნობით მოდელში გამოყენებულია ოთხი პერიოდის ლაგირებული მონაცემები. ავტოკორელაციის LM ტესტი კი აჩვენებს, რომ მოდელში მეოთხე ლაგზე ავტოკორელაციის პრობლემა მოხსნილია.

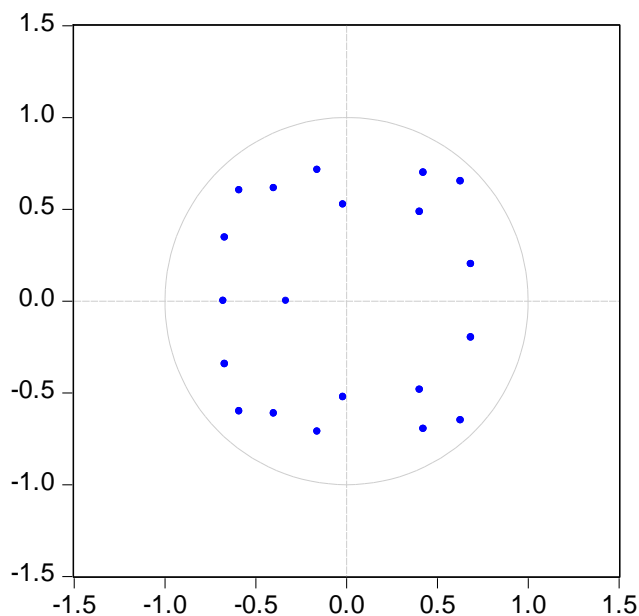
**ცხრილი №8. ლაგის შერჩევის კრიტერიუმი**

ლაგი	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	268.1736	NA	1.67e-10	-8.327629	-7.061785*	-7.836864
1	303.8110	56.00156	1.18e-10	-8.707535	-6.537515	-7.866223*
2	325.8505	30.69785	1.40e-10	-8.601802	-5.527608	-7.409943
3	351.7621	31.46413	1.53e-10	-8.634361	-4.655991	-7.091955
4	396.5159	46.35213*	9.35e-11*	-9.339853	-4.457308	-7.446901
5	426.3207	25.54703	1.11e-10	-9.511455*	-3.724736	-7.267956

წყარო: ავტორისეული შეფასება

მოდელის სისტემის სტაციონარობისა და სტაბილურობის შესამოწმებლად განხორციელებული სტაბილურობის ტესტის შედეგები წარმოდგენილია ქვემოთ გრაფიკ №43-ზე. სადაც ცხადად ჩანს, რომ მოდელს არ გააჩნია სტაბილურობის პრობლემა.

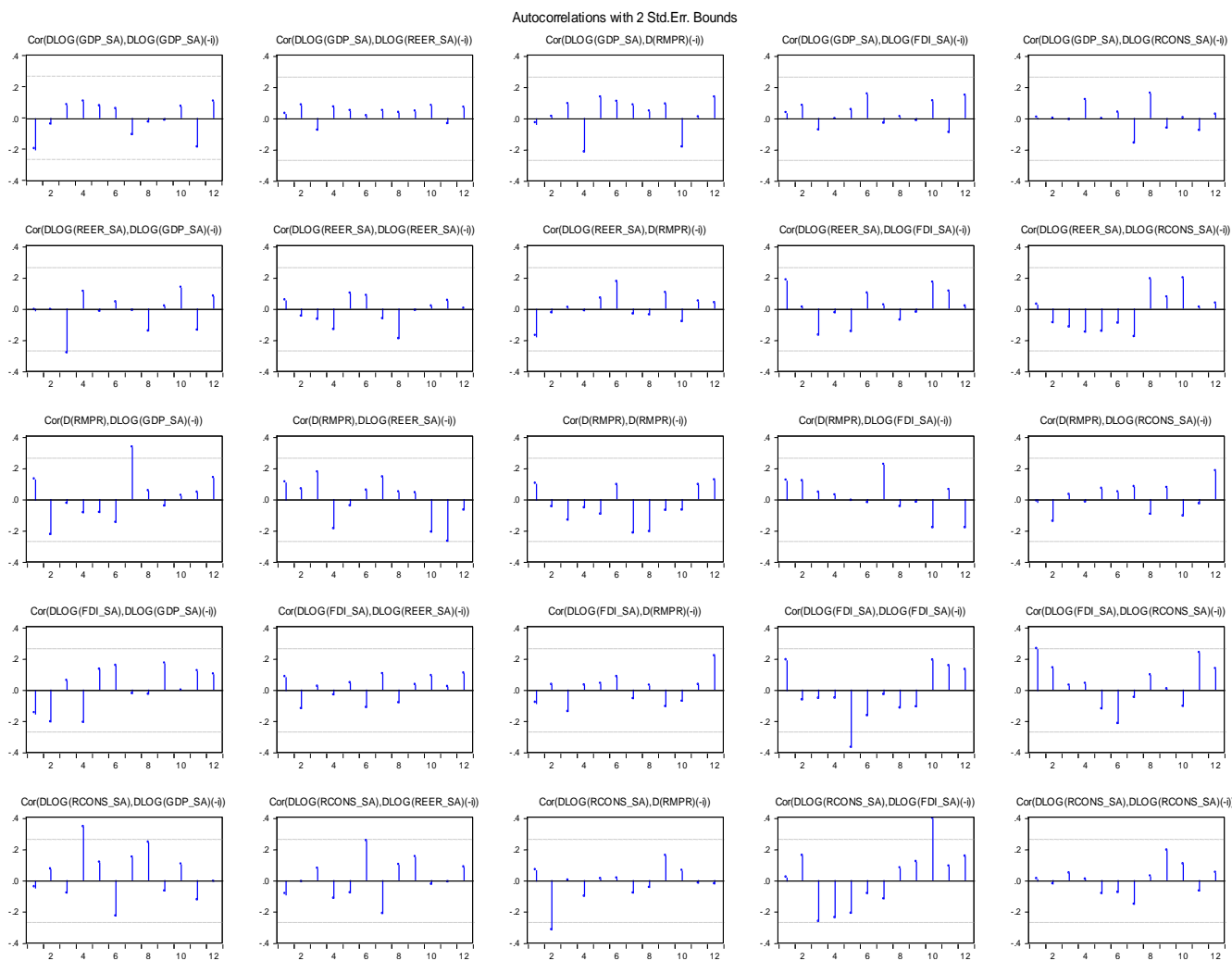
**გრაფიკი №43. მახასიათებელი პოლინომიალის შებრუნებული ფეკსეები**



წყარო: ავტორისეული შეფასება

საბოლოოდ, მოდელის ცდომილებების დროში კორელირებულობის შესამოწმებლად გამოყენებულია კორელოგრამის ტესტი, რომელიც წარმოადგენს წინასწარ შერჩეული ლაგების რაოდენობაზე მოდელის ცდომილების ვარიაციას. მიღებული შედეგების თანახმად მოდელს არ გააჩნია ცდომილებების მოკლევადიანი კორელირებულობის პრობლემა და არც გრძელვადიანი ტრენდი ვლინდება.

### გრაფიკი №44. კორელოგრამი



წყარო: ავტორისეული შეფასება

ცხრილი №7-ზე წარმოდგენილი ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის პირველ (მშპ-ს შეფასების) განტოლებაზე დაყრდნობით შეგვიძლია ვთვათ, რომ შერჩეული ცვლადები ენდოგენური ცვლადის ვარიაციის საკმაოდ დიდ ნაწილს ხსნიან. მიუხედავად იმისა, რომ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელში მიღებულ



კოეფიციენტებზე მეტად ჩვენი ინტერესი მიმართული იქნება საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისის ფიქტიური ცვლადის ეგზოგენურ შოკებზე მოდელის ენდოგენური ცვლადების რეაქციის ფუნქციების შესწავლისკენ, მოკლედ მაინც შევაჯამოთ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელით მიღებული ცვლადების ელასტიურობები.

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელში წარმოდგენილი ცვლადები საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის ვარიაციის დაახლოებით 85% ხსნიან. საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის შეფასების რეგრესიის შედეგების თანახმად ეკონომიკური ზრდა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ორი-ოთხი კვარტლის ეკონომიკური ზრდის ლაგირებულ მაჩვენებელზე. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების სამი კვარტლის ლაგირებულ მონაცემებზე, საგარეო მოთხოვნის ერთი კვარტლის ლაგირებულ მაჩვენებელსა და მოდელში წარმოდგენილ ყველა ფიქტიურ ცვლადზე.

რაც შეეხება უშალოდ ელასტიურობების სიდიდეებს, ამ მხრივ საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე ყველაზე დიდი დადებითი გავლენა საგარეო მოთხოვნის ცვლილებას აქვს. კერძოდ, ერთი პროცენტით საგარეო მოთხოვნის ზრდა (კლება) საქართველოს ეკონომიკის დაახლოებით ნახევარი პროცენტით ზრდას (შემცირებას) იწვევს. მნიშვნელოვანია და 0.2 პროცენტის ფარგლებში მერყეობს თავად ენდოგენური ცვლადის ოთხი და ორი პერიოდის ლაგირებული მონაცემის დადებითი ელასტიურობის მაჩვენებელი. დაახლოებით 0.02 პროცენტია პირადირი უცხოური ინვესტიციების დადებითი ელასტიურობის მონაცემი. სტრუქტურული ცვლილებების და საერთაშორისო კრიზისების ფიქტიური ცვლადების უარყოფითი ელასტიურობები კი 0.03-0.09 პროცენტებს შორის არის მოქცეული. მოხმარების ცვლადის უარყოფითი ელასტიურობა 0.11-0.13 პროცენტის ფარგლებშია და მეოთხე კვარტლის ლაგზე კარგავს მნიშვნელოვნებას. უმნიშვნელოა ასევე ეკონომიკურ ზრდაზე რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსისა და რეალური მონეტარული პოლიტიკის გავლენის მაჩვენებლები.

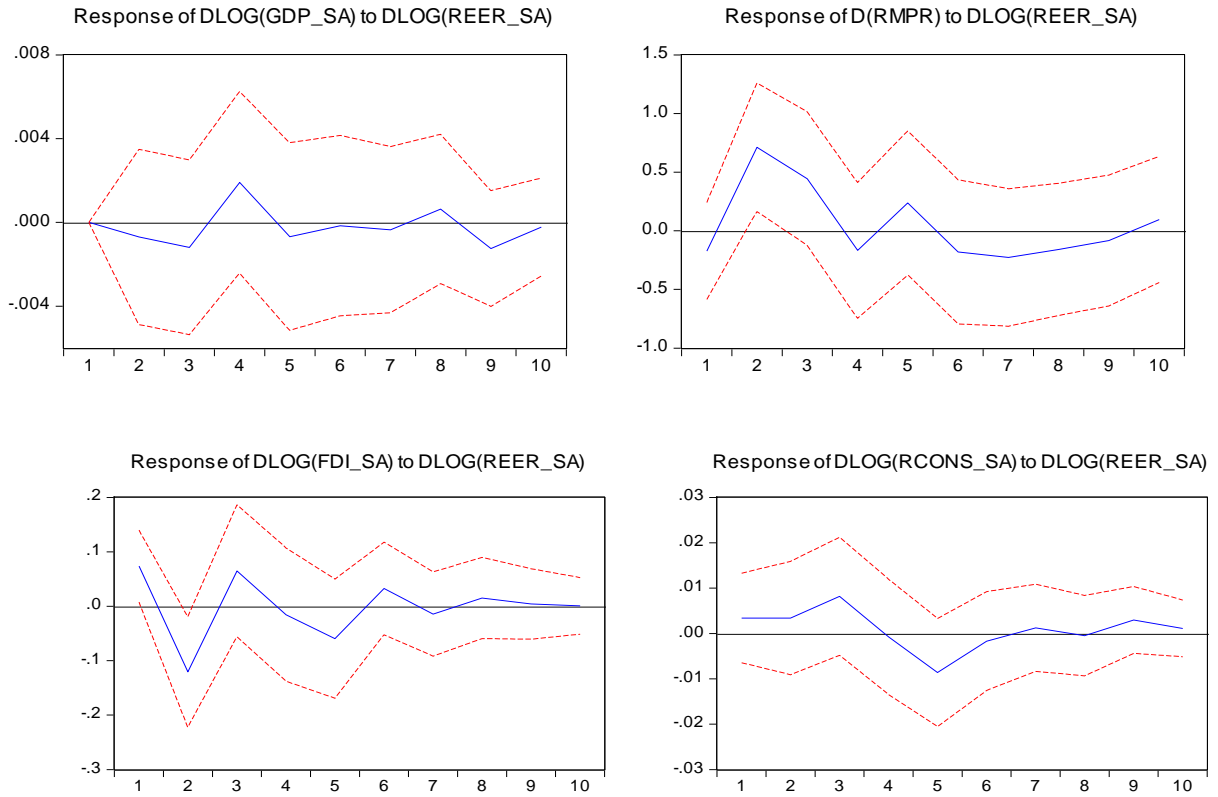
როგორც უკვე აღინიშნა, ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი იმპულსზე რეაქციის ფუნქციების გამოყენებით ეგზოგენურ შოკზე სისტემის (ენდოგენური ცვლადების) რეაქციის შესწავლის საშუალებას იძლევა. სწორედ ამ გზით არის შესაძლებელი უკეთესად იქნას დანახული სტრუქტურული თუ სხვა საგარეო და საშინაო ფაქტორების მოულოდნელი ცვლილების გავლენა შესასწავლ ცვლადებზე. აღნიშნულ მიდგომას ერთი ნაკლოვანება გააჩნია, რადგან ვექტორულ ავტორეგრესიის მოდელში, როგორც წესი, მოდელის ცდომილებების ვარიაციები ერთმანეთთან კორელირებულია, იმპულსის (შოკის) ინტერპრეტაცია რთულდება. აღნიშნული პრობლემის გადასაწყვეტად Eviews-ი გეთავაზობს ქოლესკის დეკომპოზიციას, რომელიც შოკების მოხდენის რიგითობის მიხედვით ცვლადების დალაგებას გულისხმობს. მოცემულ ნაშრომში ცვლადების რიგითობის რამოდენიმე ვერსია იქნა განხილული, თუმცა მიღებული შედეგები არ იძლევა მნიშვნელოვან განსხვავებას<sup>81</sup>.

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის იმპულსზე მშპ-ს მოკლევადიანი პასუხი უარყოფითია, რაც რეალური გაცვლითი კურსის გამყარების შედეგად საგარეო ვაჭრობის გაუარესებულ მაჩვენებლს უკავშირდება. აღნიშნული იმპულსი რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის და რეალური მოხმარების მოკლევადიან ზრდასაც იწვევს, ხოლო პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს შემცირების მიმართულებით უბიძგებს.

---

<sup>81</sup> ასევე, შესაძლებელია მოდელის ცდომილებების ვარიაციების ერთმანეთთან არაკორელირებულობის დაშვების საფუძველზე განხორციელდეს იმპულსზე რეაქციის ფუნქციის ალტერნატიული სცენარების შესწავლა, რომლებიც წარმოდგენილია დანართ №2-ში.

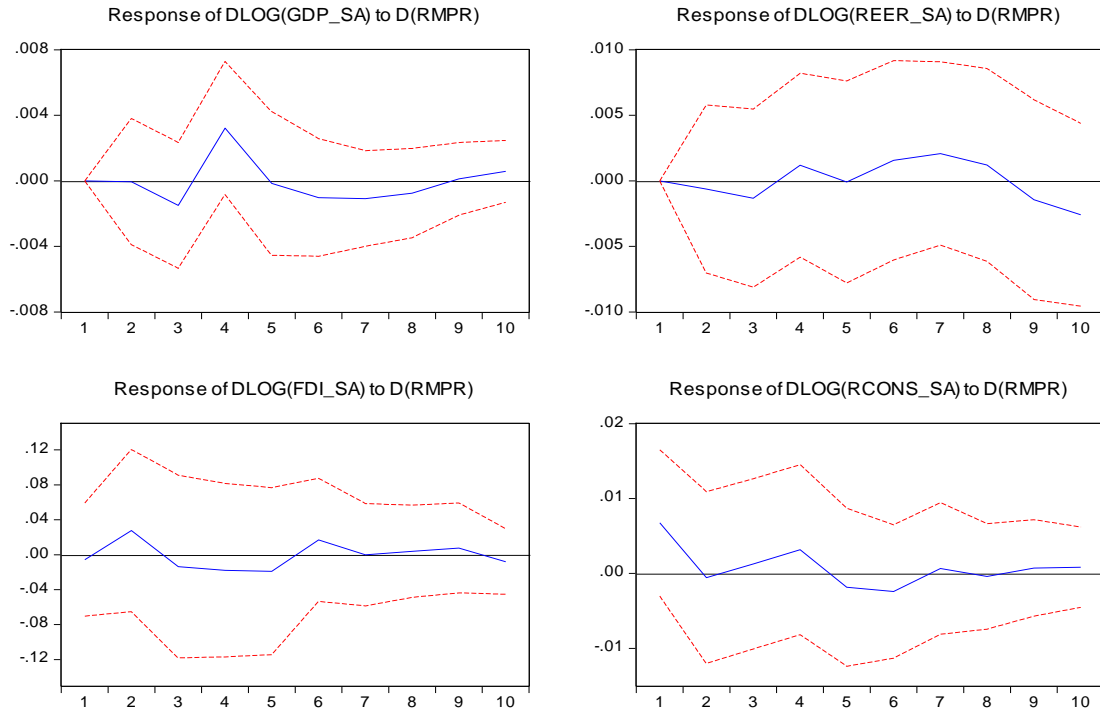
გრაფიკი №45. ენდოგენური ცვლადების რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის იმპულსზე რეაქცია



წყარო: ავტორისეული შეფასება

რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსზე მშპ-ს, რეალური მოხმარებისა და რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის მოკლევადიანი პასუხი უარყოფითია. მეოთხე კვარტალში აღნიშნული ეფექტი ქრება და ნულთან ახლოს რჩება.

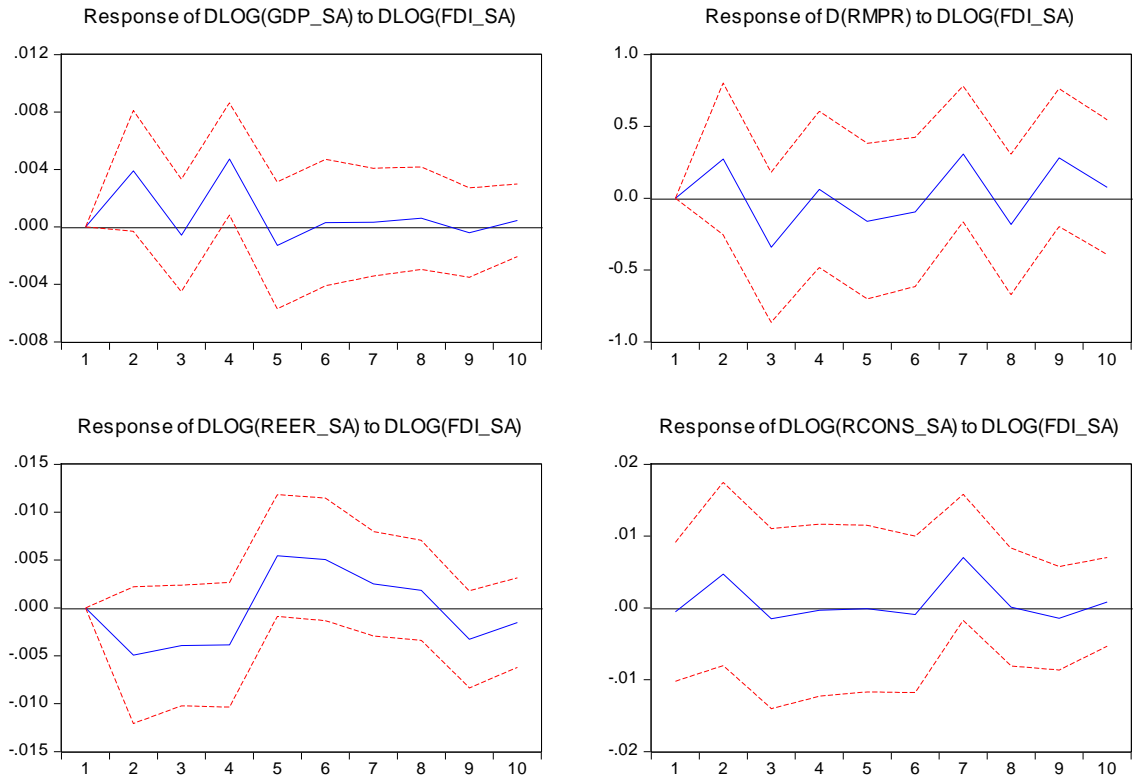
გრაფიკი №46. ენდოგენური ცვლადების რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსზე რეაქცია



წყარო: ავტორისეული შეფასება

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების იმპულსზე მშპ-ს მოკლევადიანი პასუხი დადებია, თუმცა ეფექტი ოთხი კვარტლის შემდეგ ქრება. მოკლევადიან პერიოდში რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსზე გავლენა უარყოფითია მეოთხე კვარტლიდან მერვე კვარტლამდე კი დადებითი ხდება.

**გრაფიკი №47. ენდოგენური ცვლადების პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების იმპულსზე რეაქცია**



*წყარო: ავტორისეული შეფასება*

საგარეო მოთხოვნის იმპულსის შესასწავლ განტოლებათა სისტემაზე გავლენის შესაფასებლად, ასევე, პროგნოზის განსახორციელებლად, როგორც უკვე აღინიშნა, საჭიროა საგარეო მოთხოვნის ცვლადის ცვლილების ალტერნატიული სცენარების განხილვა. აღნიშნულიდან გამომდინარე გახსნილი ეკონომიკის მოდელის მეორე რეგრესიული განტოლება, რომელიც წარმოდგენილია ქვემოთ მატრიცული ფორმით (ერთ ლაგიანი შემთხვევა) საგარეო მოთხოვნის ცვლადს განიხილავს როგორც ენდოგენურ, სისტემის სხვა ცვლადების სიმეტრიულ ცვლადად.

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის ვექტორული ინტერპრეტაცია

$$\begin{pmatrix} GDP\_SA_t \\ RMPR_t \\ REER_t \\ FDI_t \\ WGDPC\_SA_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \beta_{11} & \beta_{12} & \beta_{13} & \beta_{14} & \beta_{15} \\ \beta_{21} & \beta_{22} & \beta_{23} & \beta_{24} & \beta_{25} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \beta_{51} & \beta_{52} & \beta_{53} & \beta_{54} & \beta_{55} \end{pmatrix} \begin{pmatrix} GDP\_SA_{1,t-1} \\ RMPR_{2,t-1} \\ REER\_SA_{3,t-1} \\ FDI\_SA_{4,t-1} \\ WGDPC\_SA_{2,t-1} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} e_{1,t} \\ e_{2,t} \\ e_{3,t} \\ e_{4,t} \\ e_{2,t} \end{pmatrix}$$

ორ ლაგზე განხორციელებული ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის შედეგები წარმოდგენილია ქვემოთ მოცემულ ცხრილზე.

ცხრილი №9. ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის შედეგები:

ღია ეკონომიკის მოდელი

	DLOG(GDP_SA)	DLOG(REER_SA)	RMPR	DLOG(FDI_SA)	DLOG(WGDPC_SA)	DLOG(RCONS_SA)
	შპს	რეალ. ევექტური გაცვლითი კურსი	რეალ. მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	პუი	მსოფლიო მოთხოვნა	რეალური მოხმარება
DLOG(GDP_SA(-1))	-0.073407	-0.248299	-20.80074	-0.343427	0.118616	-0.120483
შპს	(0.08937)	(0.17076)	(13.4064)	(1.89035)	(0.07556)	(0.25067)
	[-0.82140]	[-1.45407]	[-1.55155]	[-0.18167]	[ 1.56974]	[-0.48065]
DLOG(GDP_SA(-2))	0.193832	-0.047525	8.980071	0.048161	0.084781	-0.218210
შპს	(0.09263)	(0.17700)	(13.8959)	(1.95937)	(0.07832)	(0.25982)
	[ 2.09252]	[-0.26851]	[ 0.64624]	[ 0.02458]	[ 1.08245]	[-0.83985]
DLOG(REER_SA(-1))	-0.028805	0.479780	20.40841	-1.100977	-0.140880	0.211480
რეალ. ევექტური გაცვლითი კურსი	(0.08006)	(0.15297)	(12.0094)	(1.69337)	(0.06769)	(0.22455)
	[-0.35981]	[ 3.13650]	[ 1.69937]	[-0.65017]	[-2.08124]	[ 0.94181]
DLOG(REER_SA(-2))	0.035227	-0.422340	-8.598417	-0.273017	0.039633	0.462891
რეალ. ევექტური გაცვლითი კურსი	(0.08621)	(0.16472)	(12.9324)	(1.82351)	(0.07289)	(0.24180)
	[ 0.40863]	[-2.56395]	[-0.66488]	[-0.14972]	[ 0.54373]	[ 1.91433]
RMPR(-1)	0.001043	0.000605	0.947186	-0.001592	0.000168	0.002991
რეალ. მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00108)	(0.00206)	(0.16198)	(0.02284)	(0.00091)	(0.00303)
	[ 0.96555]	[ 0.29342]	[ 5.84748]	[-0.06971]	[ 0.18434]	[ 0.98754]
RMPR(-2)	-0.000673	-0.002082	-0.279845	-0.010849	-0.000501	-0.002236
რეალ. მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00106)	(0.00202)	(0.15861)	(0.02236)	(0.00089)	(0.00297)
	[-0.63638]	[-1.03073]	[-1.76441]	[-0.48511]	[-0.55992]	[-0.75397]
DLOG(FDI_SA(-1))	-0.003092	0.001270	0.494976	-0.492487	0.015216	0.030727
პუი	(0.00627)	(0.01197)	(0.94014)	(0.13256)	(0.00530)	(0.01758)
	[-0.49338]	[ 0.10608]	[ 0.52649]	[-3.71513]	[ 2.87139]	[ 1.74803]

DLOG(FDI_SA(-2))	-0.010617	0.012573	-0.526714	-0.124951	0.007710	0.017346
პუი	(0.00634)	(0.01211)	(0.95095)	(0.13409)	(0.00536)	(0.01778)
	[-1.67493]	[ 1.03799]	[-0.55388]	[-0.93187]	[ 1.43838]	[ 0.97558]
DLOG(WGDPC_SA(-1))	0.710555	0.101405	-47.10381	6.686527	0.333310	1.294121
მსოფლიო მოთხოვნა	(0.17458)	(0.33358)	(26.1893)	(3.69277)	(0.14761)	(0.48968)
	[ 4.07011]	[ 0.30399]	[-1.79859]	[ 1.81071]	[ 2.25798]	[ 2.64281]
DLOG(WGDPC_SA(-2))	0.410329	0.184685	-19.92597	-2.959873	-0.066858	0.707405
მსოფლიო მოთხოვნა	(0.17701)	(0.33823)	(26.5542)	(3.74422)	(0.14967)	(0.49650)
	[ 2.31810]	[ 0.54604]	[-0.75039]	[-0.79052]	[-0.44670]	[ 1.42479]
DLOG(RCONS_SA(-1))	-0.013303	0.026179	0.107947	1.220471	-0.033255	-0.432259
რეალური მოხმარება	(0.04483)	(0.08565)	(6.72444)	(0.94817)	(0.03790)	(0.12573)
	[-0.29678]	[ 0.30565]	[ 0.01605]	[ 1.28719]	[-0.87740]	[-3.43798]
DLOG(RCONS_SA(-2))	-0.019352	-0.056538	5.046587	0.198628	0.014752	-0.284733
რეალური მოხმარება	(0.04257)	(0.08135)	(6.38647)	(0.90051)	(0.03600)	(0.11941)
	[-0.45456]	[-0.69503]	[ 0.79020]	[ 0.22057]	[ 0.40982]	[-2.38447]
C	0.006432	0.006875	1.039225	0.020601	0.004632	0.001377
მუდმივი	(0.00321)	(0.00614)	(0.48183)	(0.06794)	(0.00272)	(0.00901)
	[ 2.00270]	[ 1.12027]	[ 2.15684]	[ 0.30323]	[ 1.70569]	[ 0.15287]
D041	-0.087323	0.005667	2.151146	0.236484	-0.017562	-0.028885
ფიქტიური ცვლადი	(0.01373)	(0.02623)	(2.05922)	(0.29036)	(0.01161)	(0.03850)
	[-6.36148]	[ 0.21606]	[ 1.04464]	[ 0.81446]	[-1.51307]	[-0.75021]
D054	-0.037742	0.032014	0.140198	0.362377	0.012148	0.044623
ფიქტიური ცვლადი	(0.01461)	(0.02792)	(2.19226)	(0.30912)	(0.01236)	(0.04099)
	[-2.58267]	[ 1.14651]	[ 0.06395]	[ 1.17230]	[ 0.98314]	[ 1.08863]
D074	-0.039123	0.001714	-1.701441	0.351023	-0.006608	0.211750
ფიქტიური ცვლადი	(0.01453)	(0.02776)	(2.17906)	(0.30725)	(0.01228)	(0.04074)
	[-2.69337]	[ 0.06177]	[-0.78081]	[ 1.14245]	[-0.53802]	[ 5.19719]
D083	-0.105336	0.020332	-1.819942	-1.403497	0.004835	-0.083950
ფიქტიური ცვლადი	(0.01362)	(0.02603)	(2.04340)	(0.28813)	(0.01152)	(0.03821)
	[-7.73312]	[ 0.78117]	[-0.89064]	[-4.87113]	[ 0.41983]	[-2.19727]
D124	-0.042289	-0.015399	2.057936	0.140121	-0.002046	-0.002257
ფიქტიური ცვლადი	(0.01417)	(0.02708)	(2.12642)	(0.29983)	(0.01199)	(0.03976)
	[-2.98342]	[-0.56854]	[ 0.96779]	[ 0.46733]	[-0.17069]	[-0.05676]
R-squared	0.803408	0.539351	0.765032	0.624811	0.527085	0.670026
Adj. R-squared	0.713082	0.481756	0.657074	0.452426	0.309799	0.518416
Sum sq. resids	0.006014	0.021959	135.3513	2.691043	0.004300	0.047319
S.E. equation	0.012750	0.024362	1.912627	0.269687	0.010780	0.035761
F-statistic	8.894551	1.705587	7.086376	3.624522	2.425771	4.419408
Log likelihood	172.7836	137.1709	-102.8065	4.936995	182.0112	116.0584
Akaike AIC	-5.628496	-4.333487	4.392963	0.475018	-5.964045	-3.565760
Schwarz SC	-4.971550	-3.676542	5.049908	1.131964	-5.307099	-2.908814
Mean dependent	0.012668	0.005077	1.200309	0.026436	0.009386	0.012830
S.D. dependent	0.023802	0.026932	3.266105	0.364450	0.012976	0.051532

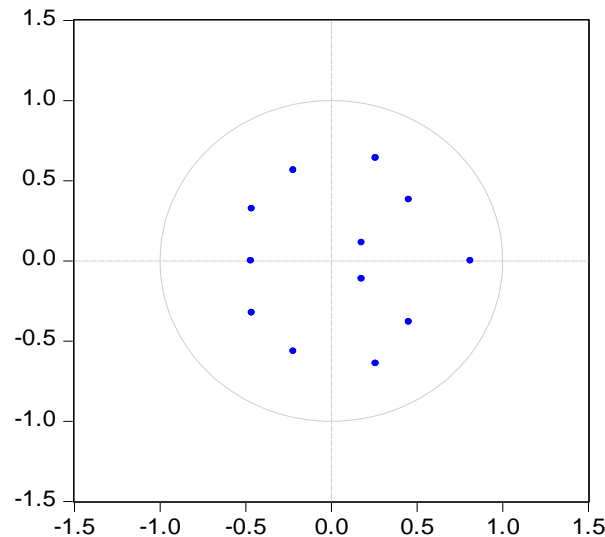
Determinant resid covariance (dof adj.) 2.39E-15

Determinant resid covariance	2.22E-16
Log likelihood	523.0154
Akaike information criterion	-15.09147
Schwarz criterion	-11.14980

წყარო: ავტორისეული შეფასება

მოდელის შედეგები გამოყენებადი რომ იყოს, პირველ რიგში, მისი შემოწმება უნდა მოხდეს. განვახორციელოთ სტაციონარობის ტესტი, რომელიც, როგორც ზემოთ აღინიშნა, მნიშვნელოვანია გადაუადგილებელი შეფასებების მიღებისათვის. სტაციონარობის შესამოწმებლად Eviews-ი გვთავაზობს შესაბამის ტესტს, მაგრამ გასათვალისწინებელია, რომ პროგრამა ითვლის მახასიათებელი პოლინომიალის შებრუნებულ ფესვებს, ამიტომ მიღებული პასუხები უნდა იყოს მოდულით ერთზე ნაკლები და უნდა ხვდებოდეს წარმოსახვით ერთეულთან წრეში, რაც ჩვენი მოდელის შემთხვევაში ძალაშია და მიუთითებს მის სტაციონარობაზე (იხილეთ გრაფიკი №48).

**გრაფიკი №48. მახასიათებელი პოლინომიალის შებრუნებული ფესვები**



წყარო: ავტორისეული შეფასება

მნიშვნელოვანია ლაგის შერჩევის საკითხიც, განსაკუთრებით მცირე ზომის მონაცემთა ბაზის გამოყენებისას. თუ მოდელში დიდი რაოდენობით ლაგირებული ცვლადებია, შესაძლებელია ამან კოეფიციენტების ცუდი შეფასებები მოგვცეს, რაც, თავის მხრივ, მონაცემთა ბაზის გარეთ პროგნოზირების პროცესს არაზუსტს



გახდის. Eviews –ის ლაგის შერჩევის კრიტერიუმზე დაყრდნობით შერჩეულია ორი ლაგი (იხილეთ ცხრილი №10).

### ცხრილი №10. ლაგის შერჩევის კრიტერიუმი

ლაგი	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	398.7081	NA	5.93e-14	-13.43363	-12.10765	-12.92225
1	477.5108	122.5818	1.27e-14	-15.01892	-12.36694*	-13.99615*
2	518.5860	54.76696*	1.17e-14*	-15.20689*	-11.22892	-13.67274
3	554.0938	39.45310	1.52e-14	-15.18866	-9.884701	-13.14313

წყარო: ავტორისეული შეფასება

სერიული კორელაცია ფიქსირდება მხოლოდ პირველ ლაგზე, მეორე ლაგის გამოყენების შემდეგ კი მოდელის ცდომილებაში სერიული კორელაცია ქრება (იხილეთ ცხრილი №11).

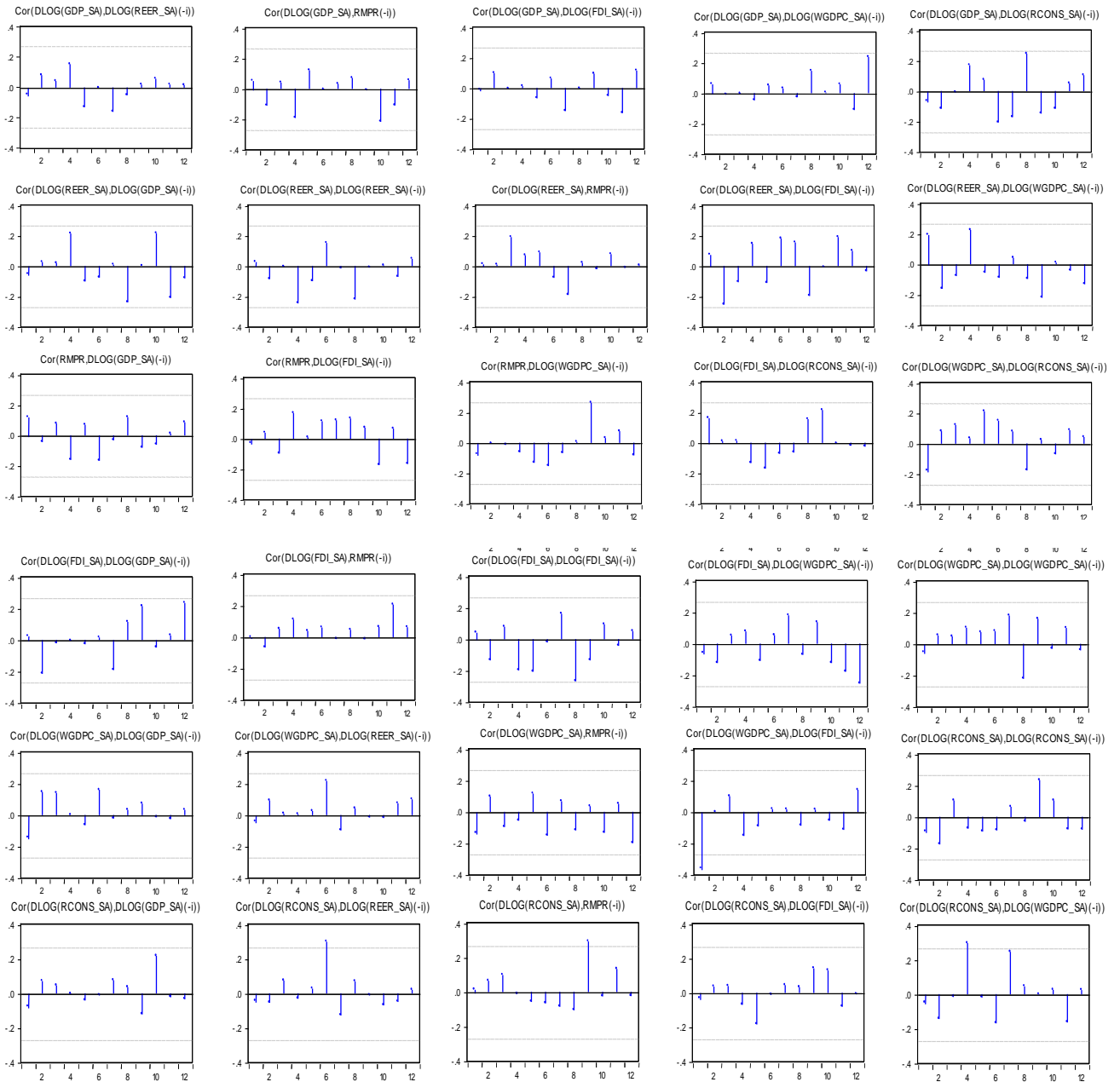
### ცხრილი №11. ერთეულოვანი ფესვის ტესტი

ლაგი	LM-სტატ	ალბათობა
1	60.79462	0.0060
2	40.91196	0.2636
3	11.25289	1.0000

წყარო: ავტორისეული შეფასება

იმისათვის რომ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი იყოს სტაციონალური, მოდელში მიღებული ცდომილებები უნდა იყოს “თეთრი ხმაურის” (white noise) პროცესი. ცდომილებების კორელოგრამზე დაკვირვებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ შერჩევის ავტოკორელაცია შეფასებული მოდელის ცდომილებებისთვის მოთავსებულია ორი სდანიდარტული გადახრის ფარგლებში და აჩვენებს, რომ ცდომილებები არ არიან კორელირებული. ასევე, გრაფიკზე კორელოგრამის წერტილების გაფანტულობა არ აჩვენებს რაიმე ტიპის ტენდენციას, სეზონურობას ან სხვა ტიპის სპეციფიკაციის პრობლემას (იხილეთ გრაფიკი №49).

## გრაფიკი №49. კორელგრამი



*წყარო: ავტორისეული შეფასება*

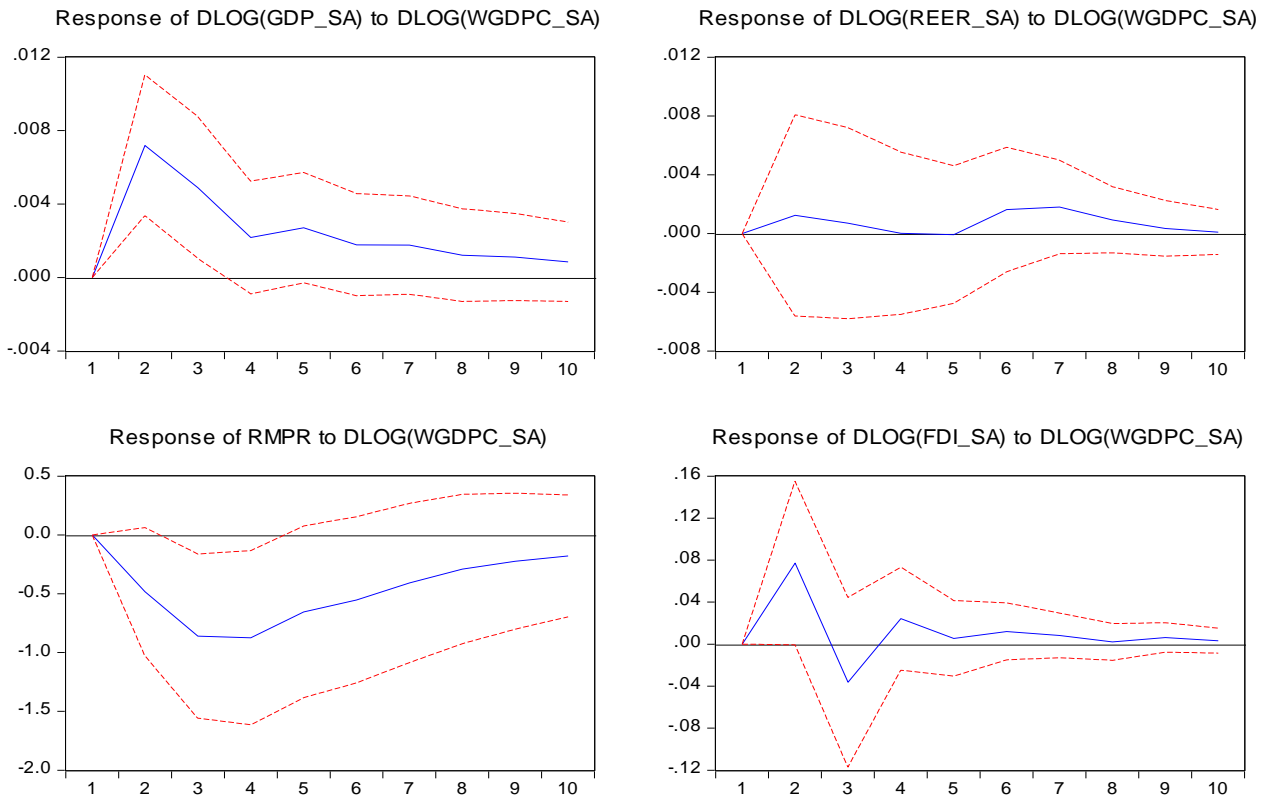
ზემოთ მოცემული ორივე ძირითადი რეგრესიის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ დახურული მოდელის გახსნა და ფინანსური და ეკონომიკური ლიბერალიზაციის ცვლადების შემოტანა თვისობრივად არ ცვლის დახურული ეკონომიკის მოდელში არსებული ცვლადების ამხსნელობით ძალას და ინტერპრეტაციას. აქედან გამომდინარე, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ დამოკიდებულ ცვლადში არსებული

ვარიაცია ძირითადად ფუნდამენტური მაკროეკონომიკური ცვლადებით აიხსნება. მიუხედავად ამისა, დამატებით შეგვიძლია ვისაუბროთ საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე მსოფლიო მოთხოვნის (WGDP), საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების (FDI) ცვლადების მნიშვნელოვან გავლენაზე.

აღსანიშნავია, რომ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელით შეფასებული კოეფიციენტები შესაძლოა არასრულ სურათს იძლეოდეს, ამიტომ გავლენების ანალიზისთვის შევისწავლოთ იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები. როგორც უკვე აღინიშნა, იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები გვიჩვენებენ ეგზოგენური შოკის მოდელის ენდოგენურ ცვლადებზე გავლენის დინამიკას. Eviews-ის ეკონომეტრიკული პროგრამა გვაძლევს რეაქციის ფუნქციებს შესაბამისი იმპულსის შემთხვევაში.

ქვემოთ მოცემულ ანალიზში წარმოადგენილია მოდელის სისტემაზე მსოფლიო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, რეალური ეფექტური გაცლითი კურსის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისის ფიქტიური ცვლადის იმპულსზე მთლიანი შიდა პროდუქტის და სხვა ცვლადების რეაქციის ფუნქციები. ერთი მნიშვნელოვანი დაშვება, რაც იმპულსზე რეაქციის ფუნქციის შესწავლის დროს კეთდება არის ის, რომ შესწავლილია მხოლოდ ერთი ცვლადის ცვლილების გავლენა სისტემაზე, მაშინ როცა სხვა შოკი არ ხდება. ასეთი დაშვება მხოლოდ მაშინ არის რელევანტური როდესაც სხვადასხვა ცვლადებზე მომხდარი შოკები არის ერთმანეთისგან დამოუკიდებელი.

## გრაფიკი №50. მსოფლიო მოთხოვნის იმპულსზე მოდელის ენდოგენური ცვლადების რეაქცია

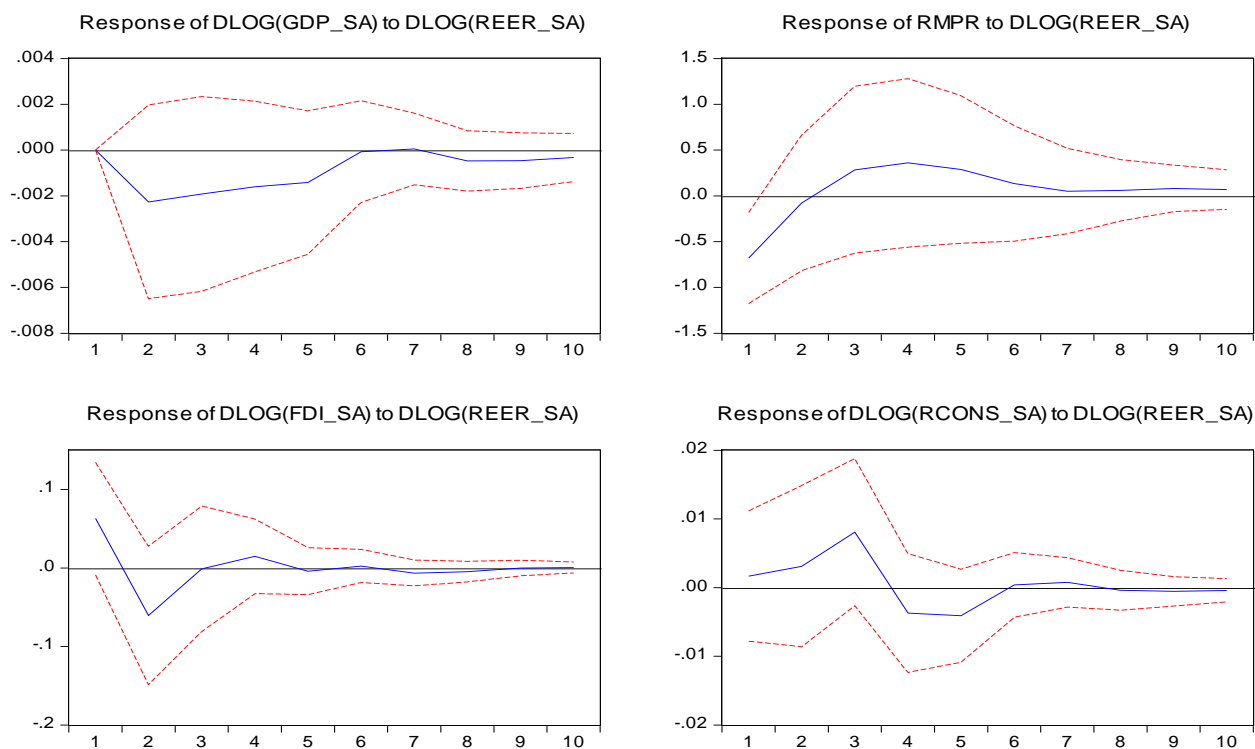


*წყარო: ავტორისეული შეფასება*

დასაწყისში აღინიშნა, რომ ნაშრომის მთავარი მიზანია საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე საგარეო მოთხოვნისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გავლენის შეფასება, მსოფლიო მოთხოვნის ერთი სტანდარტული გადახრის ზომის იმპულსზე სისტემის რეაქციის შესაბამისად. მიღებული შედეგი გვაჩვენებს, რომ საქართველოს მშპ პირველივე კვარტლიდან პასუხობს მსოფლიო მოთხოვნის პოზიტიურ შოკს და განიცდის მნიშვნელოვან ზრდას. დადებითი ეფექტი დროთა განმავლობაში იკლებს, მაგრამ რჩება ნულზე მეტი. მსოფლიო მოთხოვნის აღნიშნული ზრდა მნიშვნელოვნად ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს, რაც გამყარებული რეალური გაცვლითი კურსის და პროციკლური მონეტარული პოლიტიკის შედეგია. მსოფლიო მოთხოვნის ზრდას არ აქვს მნიშვნელოვანი გავლენა საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებს მაჩვენებელზე.

ეს შედეგი ცალსახად მიუთითებს საგარეო მოთხოვნაზე საქართველოს ეკონომიკის მნიშვნელოვან დამოკიდებულებაზე, რაც რეალობაში არაერთხელ დადასტურდა კიდევ. აღნიშნულის მაგალითად შეგვიძლია მოვიყვანოთ 2015-2016 წლებში საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მოულოდნელი კლება. მოგეხსენებათ, ჩვენ ყველა ერთად გავხდით მომსწრე, სულ რამდენიმე წლის წინ, ნავთობის ფასების დაცემის, რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტისა და თურქეთის ეკონომიკური შენელების გამო საგარეო მოთხოვნის კლების ფონზე საქართველოდან განხორციელებული ექსპორტის და ფულადი გზავნილების შემცირებისა და გაცვლითი კურსის უპრეცედენტო გაუფასურების. ხსენებულმა ფაქტორებმა, თავის მხრე, უარყოფითი გავლენა იქონია მოსახლეობის მსყიდველუნარიანობაზე.

**გრაფიკი №51. რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის იმპულსზე მოდელის ენდოგენური ცვლადების რეაქცია**

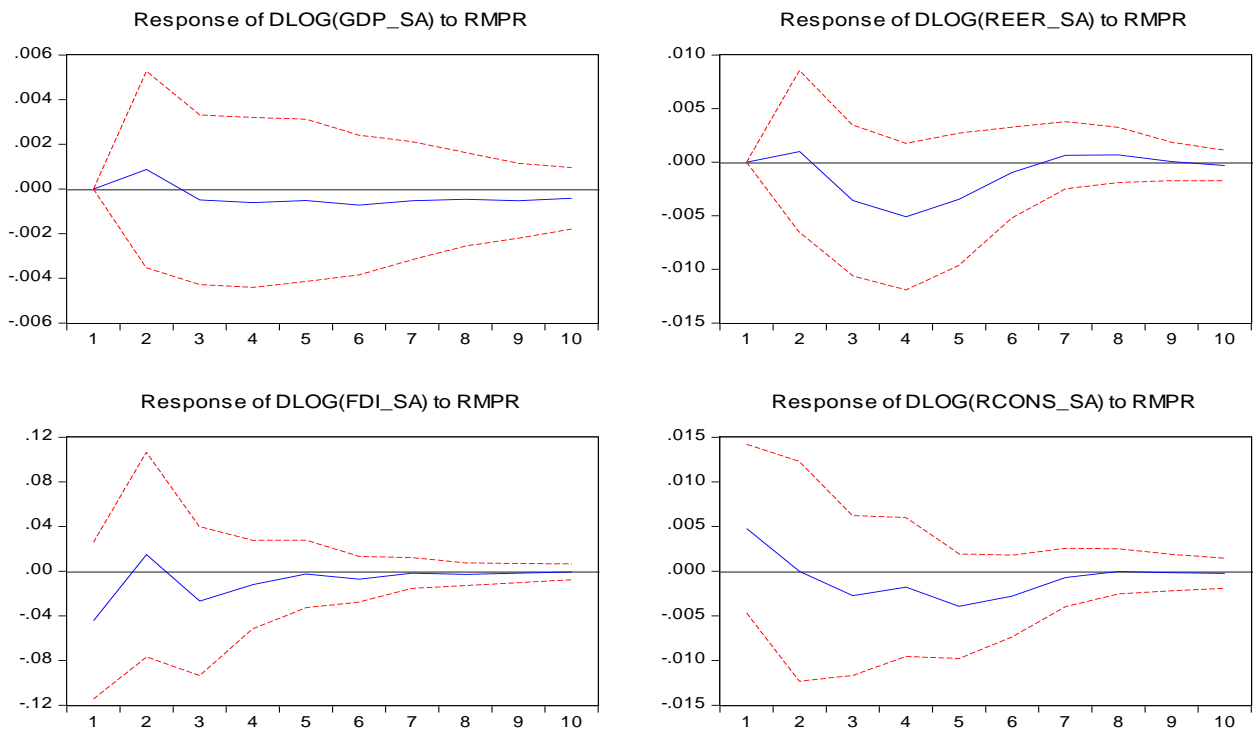


წყარო: ავტორისეული შეფასება

ღია ეკონომიკის პირობებში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე დახურული ეკონომიკის პირობებში არსებული გავლენის მსგავსია, თუმცა არის შედარებით მცირე მოცულობის. პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე კი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსის გავლენა უმნიშვნელოა.

მიღებული შედეგი ზემოხსენებული, საქართველოს მონეტარული პოლიტიკის პროციკლურობის გამოძახილია. იქედან გამომდინარე, რომ საქართველოს მცირე ზომის გახსნილი ეკონომიკა აქვს, მაღალი დოლარიზაციის ფონზე, საგარეო შოკი, რომელიც ვალუტის კურსის გაუფასურებას იწვევს, ავტომატურად ზღუდავს ციკლის საწინააღმდეგო მონეტარული პოლიტიკის გატარების შესაძლებლობას.

**გრაფიკი №52. რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსზე მოდელის ენდოგენური ცვლადების რეაქცია**

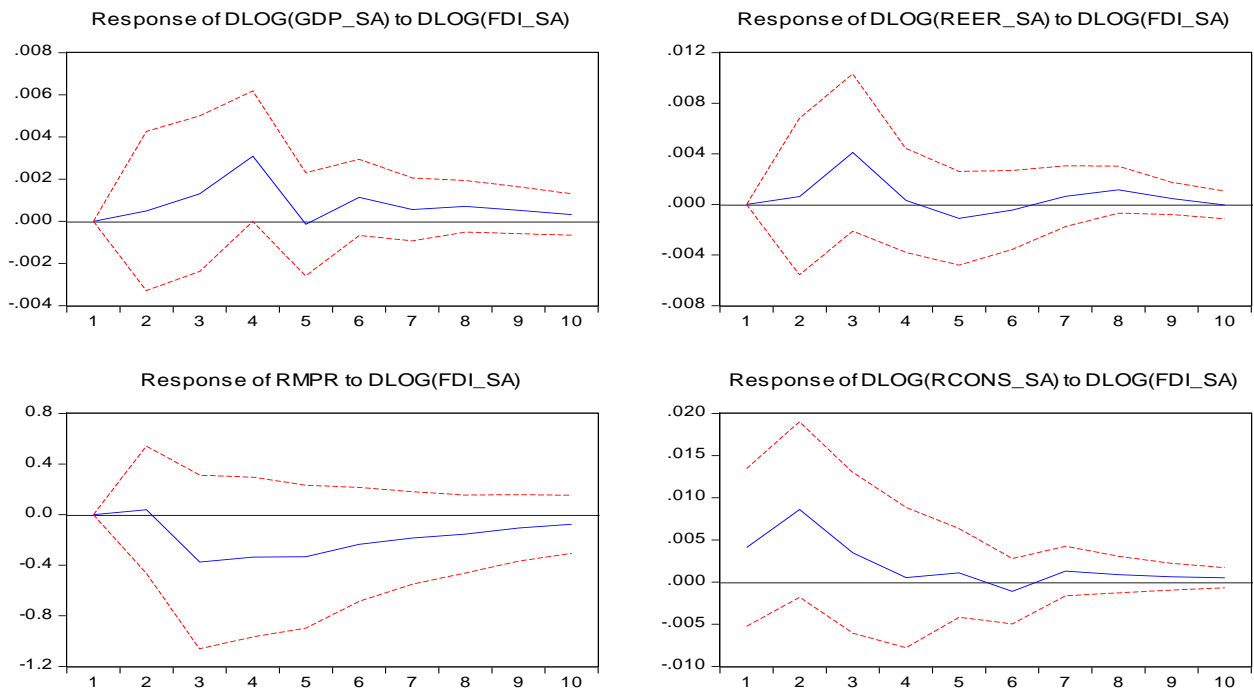


წყარო: ავტორისეული შეფასება

პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების იმპულსი საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე დადებითად აისახება. იგი ასევე იწვევს რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარებასა და მოხმარების ზრდას.

გაცვლითი კურსის გამყარება, თავის მხრივ, ხსნის წნეხს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთზე, შესაბამისად, ცვლილება ამ უკანასკნელში უმნიშვნელოა და ნულის ირგვლივ მერყეობს.

**გრაფიკი №53. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების იმპულსზე მოდელის ენდოგენური ცვლადების რეაქცია**



წყარო: ავტორისეული შეფასება

შეფასებული ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი სადოქტორო ნაშრომის ინტერესში შემავალი განსხვავებული სცენარების ენდოგენური ცვლადების სისტემაზე გავლენის ანალიზის საშუალებას იძლევა. უფრო მეტიც, შესაძლებელია შერჩევის შიგნით მოხდეს პროგნოზირება, რათა მიღებული საპროგნოზო მაჩვენებლების რეალურ მონაცემებთან შედარებამ მოდელის შეფასების საშუალება მოგვცეს.

დავუშვათ  $X_{t-1}$  არის მატრიცა, რომელიც მოიცავს ყველა ინფორმაციას, რაც  $t-1$  პერიოდში არის ცნობილი. მაშინ ერთი პერიოდის პროგნოზი  $X_t$  -სთვის იქნება:

$$E(X_t|X_{t-1}) = B_0 + B_1X_{t-1} + B_2X_{t-2} + \dots + B_nX_{t-n}$$

სადაც  $B$  - წარმოადგენს შეფასებული კოეფიციენტების მატრიცას. ამ შემთხვევაში პროგნოზირების ცდომილება შესაძლებელია ორ ნაწილად გაიყოს: რაღაც მოულოდნელი შოკი  $e_t$  და კოეფიციენტების შეფასების ცდომილების ჯამი (ავლნიშნოთ  $\mu(X_{t-1})$ -თი):

$$X_t - E(X_t|X_{t-1}) = \mu(X_{t-1}) + e_t$$

შესაბამისად თუ კოეფიციენტების შეფასება არ არის გადახრილი და ეფუძნება გამართულ მოდელს, შეფასების ცდომილება -  $\mu(X_{t-1})$  არის ნულთან ძალიან ახლოს ანუ პროგნოზირების ცდომილება მოცემულია მოულოდნელი ცვლილების ეფექტით:

$$X_t - E(X_t|X_{t-1}) = \sim e_t$$

განმეორებითი პროგნოზის დროს, ზემოთმოცემულ შემთხვევას თუ შევადარებთ, გვაქვს ორი ნაბიჯით წინასწარი პროგნოზი, რომელიც მსგავსი პრინციპით მიიღება, იმ განსხვავებით, რომ იყენებს უკვე პროგნოზირებულ მონაცემს მომავლის საპროგნოზოდ. ასეთი ტიპის პროგნოზს დინამიკურ პროგნოზსაც უწოდებენ და გამოიყენება შერჩევის გარეთ პროგნოზირებისათვის:

$$E(X_{t+j}|X_{t-1}) = B_0 + B_1(X_{t+j-1}|X_{t-1}) + B_2(X_{t+j-2}|X_{t-1}) + \dots + B_nX_{t+j-n}$$

შერჩევის შიგნით პროგნოზირებისათვის ეკონომეტრიკული პროგრამები, ასევე, სტატისტიკური პროგნოზის გაკეთების საშუალებას იძლევიან. ამ შემთხვევაში მომავალი პერიოდის საპროგნოზოდ წინა პერიოდის ფაქტობრივი მონაცემი გამოიყენება.

საგარეო მოთხოვნის განვითარების ალტერნატიული სცენარის საქართველოს ეკონომიკაზე გავლენის შესაფასებლად შერჩევის შიგნით პროგნოზი იქნება გამოყენებული. ამისათვის, პირველ რიგში, ვექტორული



ავტორეგრესიის ძირითადი მოდელი, რომელიც ეფუძნებოდა 2017 წლის მეორე კვარტლის ჩათვლით არსებულ მონაცემებს, უნდა შევაფასოდ შედარებით მოკლე პერიოდზე, მაგალითად 2014 წლის მეოთხე კვარტლის ჩათვლით და შერჩევის დანარჩენ პერიოდზე განხორციელდება პროგნოზი. 2003 წლის პირველი კვარტლიდან 2014 წლის მეოთხე კვარტლის ჩათვლით მონაცემების შეფასების შედეგები მოცემულია ცხრილ №12-ზე.

**ცხრილი №12. ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის შედეგები:**

**ღია ეკონომიკის მოდელი**

	DLOG(GDP_SA) მშპ	DLOG(WGDPC_SA) მსოფლიო მოთხოვნა	DLOG(REER_SA) რეალ. ეფექტური გაცვლითი კურსი	RMPR რეალ. მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	DLOG(FDI_SA) პუი	DLOG(RCONS_SA) რეალური მოხმარება
DLOG(GDP_SA(-1)) მშპ	-0.060965 (0.09270) [-0.65765]	0.116583 (0.08234) [ 1.41594]	-0.288127 (0.16207) [-1.77779]	-19.24899 (14.0795) [-1.36717]	-0.445338 (2.02829) [-0.21956]	-0.105611 (0.26019) [-0.40589]
DLOG(GDP_SA(-2)) მშპ	0.221162 (0.09785) [ 2.26024]	0.088484 (0.08691) [ 1.01813]	-0.068060 (0.17107) [-0.39784]	10.28839 (14.8615) [ 0.69229]	-0.331290 (2.14094) [-0.15474]	-0.181586 (0.27465) [-0.66116]
DLOG(WGDPC_SA(-1)) მსოფლიო მოთხოვნა	0.709273 (0.18045) [ 3.93061]	0.332981 (0.16027) [ 2.07758]	0.123794 (0.31548) [ 0.39239]	-46.75357 (27.4069) [-1.70591]	6.948137 (3.94824) [ 1.75981]	1.321641 (0.50649) [ 2.60942]
DLOG(WGDPC_SA(-2)) მსოფლიო მოთხოვნა	0.387784 (0.18355) [ 2.11264]	-0.068509 (0.16303) [-0.42022]	0.212651 (0.32091) [ 0.66264]	-20.91877 (27.8785) [-0.75035]	-2.870551 (4.01618) [-0.71475]	0.629467 (0.51521) [ 1.22178]
DLOG(REER_SA(-1)) რეალ. ეფექტური გაცვლითი კურსი	0.044579 (0.09639) [ 0.46247]	-0.122741 (0.08562) [-1.43362]	0.472142 (0.16853) [ 2.80159]	20.95588 (14.6403) [ 1.43138]	-1.796351 (2.10909) [-0.85172]	0.373386 (0.27056) [ 1.38005]
DLOG(REER_SA(-2)) რეალ. ეფექტური გაცვლითი კურსი	0.011747 (0.10101) [ 0.11629]	0.048108 (0.08972) [ 0.53621]	-0.328128 (0.17660) [-1.85798]	-19.37094 (15.3421) [-1.26260]	0.556434 (2.21018) [ 0.25176]	0.479647 (0.28353) [ 1.69171]
RMPR(-1) რეალ. მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	0.001086 (0.00116) [ 0.93922]	0.000155 (0.00103) [ 0.15137]	0.000991 (0.00202) [ 0.49010]	0.965532 (0.17562) [ 5.49787]	-0.006626 (0.02530) [-0.26191]	0.002763 (0.00325) [ 0.85136]
RMPR(-2) რეალ. მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	-0.000566 (0.00114) [-0.49460]	-0.000475 (0.00102) [-0.46768]	-0.002462 (0.00200) [-1.23037]	-0.327271 (0.17380) [-1.88302]	-0.004082 (0.02504) [-0.16302]	-0.001480 (0.00321) [-0.46065]
DLOG(FDI_SA(-1)) პუი	-0.002246 (0.00667)	0.016160 (0.00593)	0.004829 (0.01166)	0.103797 (1.01321)	-0.472281 (0.14596)	0.036356 (0.01872)

	[-0.33665]	[ 2.72736]	[ 0.41404]	[ 0.10244]	[-3.23561]	[ 1.94163]
DLOG(FDI_SA(-2))	-0.011121	0.008343	0.017400	-0.840793	-0.104508	0.019493
ჰუი	(0.00671)	(0.00596)	(0.01173)	(1.01929)	(0.14684)	(0.01884)
	[-1.65718]	[ 1.39967]	[ 1.48296]	[-0.82488]	[-0.71172]	[ 1.03484]
DLOG(RCONS_SA(-1))	-0.023194	-0.038613	0.012653	1.637648	1.216174	-0.460475
რეალური მოხმარება	(0.04693)	(0.04169)	(0.08206)	(7.12849)	(1.02693)	(0.13174)
	[-0.49417]	[-0.92627]	[ 0.15419]	[ 0.22973]	[ 1.18428]	[-3.49541]
DLOG(RCONS_SA(-2))	-0.030330	0.010132	-0.059837	6.196189	0.271418	-0.309277
რეალური მოხმარება	(0.04477)	(0.03976)	(0.07827)	(6.79979)	(0.97958)	(0.12566)
	[-0.67745]	[ 0.25479]	[-0.76446]	[ 0.91123]	[ 0.27708]	[-2.46116]
C	0.006646	0.004556	0.005488	1.041201	0.017424	0.001488
მუდმივი	(0.00332)	(0.00295)	(0.00581)	(0.50497)	(0.07275)	(0.00933)
	[ 1.99904]	[ 1.54278]	[ 0.94419]	[ 2.06192]	[ 0.23952]	[ 0.15940]
D041	-0.088912	-0.017451	0.010145	2.018650	0.243102	-0.031505
ფიქტიური ცვლადი	(0.01419)	(0.01260)	(0.02480)	(2.15461)	(0.31039)	(0.03982)
	[-6.26758]	[-1.38499]	[ 0.40904]	[ 0.93690]	[ 0.78321]	[-0.79124]
D054	-0.037088	0.013085	0.036142	-0.371497	0.399861	0.051121
ფიქტიური ცვლადი	(0.01520)	(0.01350)	(0.02658)	(2.30916)	(0.33266)	(0.04267)
	[-2.43943]	[ 0.96897]	[ 1.35970]	[-0.16088]	[ 1.20202]	[ 1.19793]
D074	-0.041288	-0.006875	0.004715	-1.793883	0.369294	0.208428
ფიქტიური ცვლადი	(0.01502)	(0.01334)	(0.02625)	(2.28059)	(0.32854)	(0.04215)
	[-2.74969]	[-0.51551]	[ 0.17961]	[-0.78659]	[ 1.12404]	[ 4.94537]
D083	-0.108007	0.003895	0.019010	-1.522684	-1.391152	-0.090542
ფიქტიური ცვლადი	(0.01421)	(0.01262)	(0.02485)	(2.15852)	(0.31096)	(0.03989)
	[-7.59978]	[ 0.30857]	[ 0.76509]	[-0.70543]	[-4.47377]	[-2.26976]
D124	-0.042921	-0.001543	-0.011575	2.200267	0.120421	-0.003898
ფიქტიური ცვლადი	(0.01484)	(0.01318)	(0.02595)	(2.25393)	(0.32470)	(0.04165)
	[-2.89225]	[-0.11707]	[-0.44615]	[ 0.97619]	[ 0.37087]	[-0.09359]
R-squared	0.822346	0.518280	0.481794	0.760695	0.633061	0.696575
Adj. R-squared	0.724923	0.254111	0.197616	0.629463	0.431837	0.530181
Sum sq. resids	0.005340	0.004213	0.016324	123.1926	2.556656	0.042073
S.E. equation	0.013125	0.011658	0.022947	1.993478	0.287181	0.036840
F-statistic	8.440977	1.961927	1.695397	5.796580	3.146044	4.186291
Log likelihood	154.0168	159.8264	126.6423	-92.11524	2.823453	103.4460
Akaike AIC	-5.551707	-5.788831	-4.434380	4.494500	0.619451	-3.487592
Schwarz SC	-4.856752	-5.093877	-3.739426	5.189454	1.314405	-2.792638
Mean dependent	0.013062	0.009874	0.004521	0.915695	0.029871	0.014392
S.D. dependent	0.025025	0.013498	0.025618	3.274884	0.380995	0.053747
Determinant resid covariance (dof adj.)		3.22E-15				
Determinant resid covariance		2.06E-16				
Log likelihood		467.7064				
Akaike information criterion		-14.68189				
Schwarz criterion		-10.51217				

წყარო: ავტორისეული შეფასება

კოეფიციენტების ცხრილში მოცემული შეფასებების გამოყენებით განვიხილოთ დინამიკურ-დეტერმინისტული, დინამიკურ-სტოქასტური, სტატიკურ-სტოქასტური და საგარეო მოთხოვნისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ალტერნატიული სცენარების სიმულაცია.

#### 1. დინამიკურ-დეტერმინისტული სიმულაცია (Dynamic-Deterministic Simulation)

როგორც უკვე აღინიშნა დინამიკური პროგნოზი იყენებს წინა პერიოდის პროგნოზს მომდევნო პერიოდის საპროგნოზოდ, ამიტომ არ არის გასაკვირი, რომ გაფიკ №54-ზე მიღებული საპროგნოზო მაჩვენებლების აცდენა რეალურ მაჩვენებლებთან იზრდება დროთა განმავლობაში. ასევე, რადგან სიმულაცია არის დეტერმინისტული, იგი უშვებს მომავალ პერიოდებშიც ცვლადებს შორის იგივე დამოკიდებულებას.

აღსანიშნავია, რომ საბაზისო სიმულაცია აჩვენებს საქართველოს მშპ-ს და მსოფლიო მოთხოვნის ცვლადების უფრო მაღალ მნიშვნელობებს საპროგნოზო პერიოდზე ვიდრე ეს რეალურად იყო, რაც 2015-2016 წლების საგარეო მოთხოვნის მნიშვნელოვან დაცემას უკავშირდება. რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის პროგნოზი ფაქტობრივ მაჩვენებლებს ჩამორჩება და უკავშირდება ასევე ფაქტობრივ მაჩვენებელთან შედარებით დაბალ მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო განაკვეთს.

შესაბამისად, ვერ ითვალისწინებს ლარის გაუფასურებითა და ინფლაციური მოლოდინების ზრდის შედეგად საპროგნოზო პერიოდში არსებულ მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას. რაც შეეხება რეალური მოხმარების და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ცვლადების საბაზისო სცენარით განხორციელებულ პროგნოზს იგი მეტ-ნაკლებად ახლოსაა ფაქტობრივ მაჩვენებლებთან (იხ. გრაფიკი №54).

გრაფიკი №54. დინამიკურ-დეტერმინისტული სიმულაცია

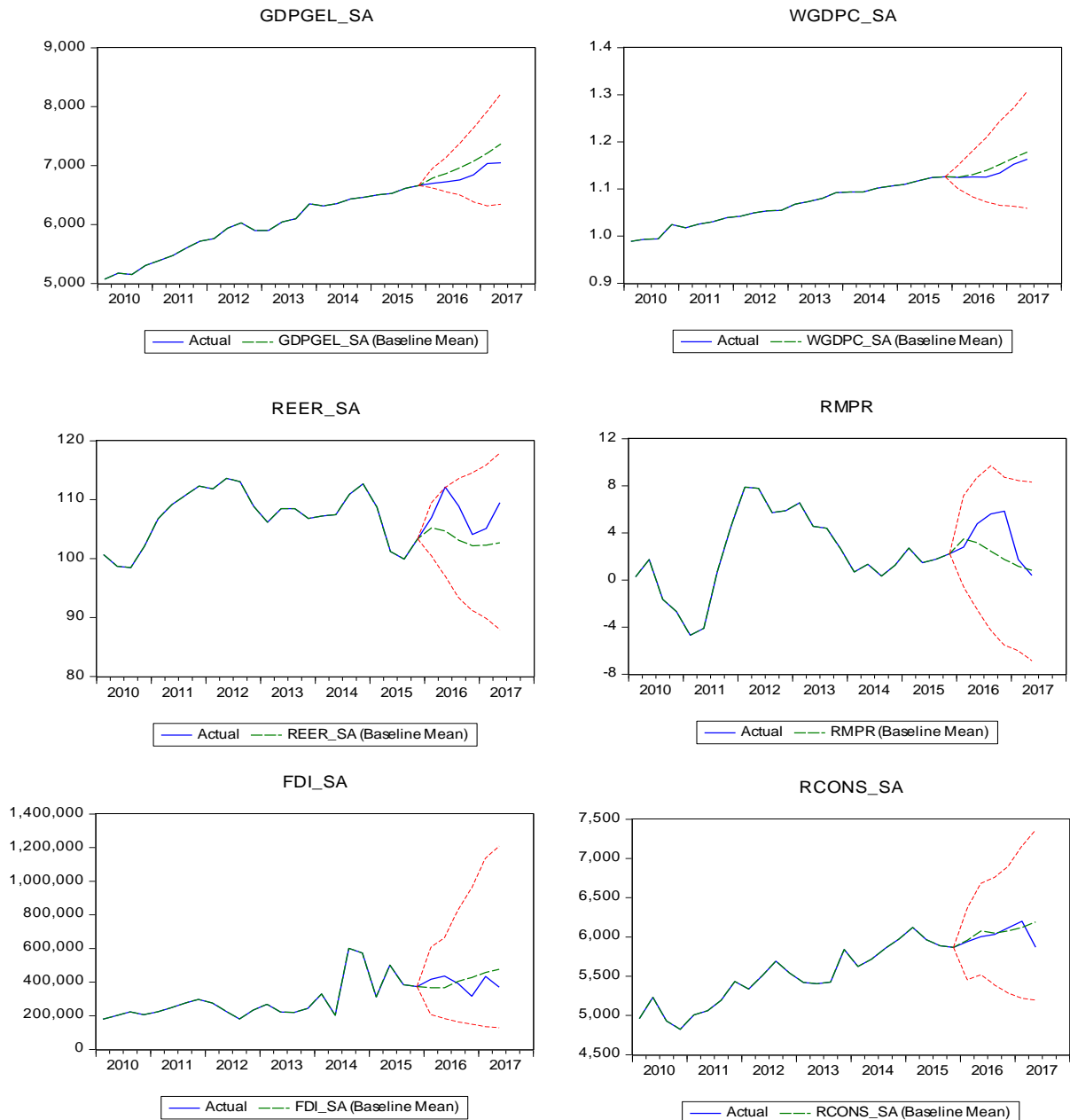


წყარო: ავტორისეული შეფასება

## 2. დინამიკურ-სტოქასტური სიმულაცია (Dynamic-Stochastic Simulation)

დინამიკურ-სტოქასტური სიმულაცია საშუალებას გვაძლევს, ნდობის საზღვრების განხილვით, პროგნოზს დავამატოთ გაურკვევლობის ფაქტორი. მიღებული შედეგები აჩვენებს, რომ ჩვენს მიერ განხორციელებული პროგნოზი არ სცდება ნდობის ინტერვალებს, რაც მოდელის საიმედოობაზე მიუთითებს.

### გრაფიკი №55. დინამიკურ-სტოქასტური სიმულაცია

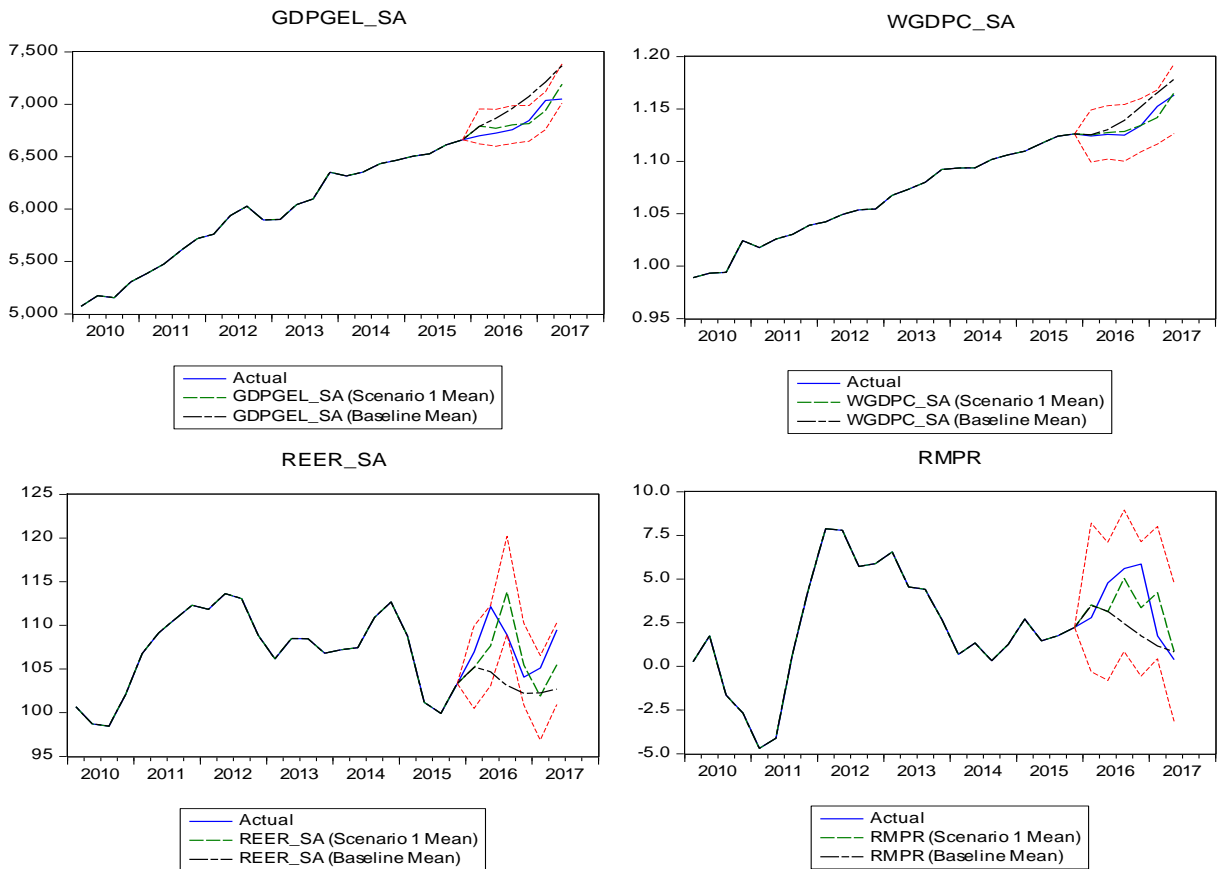


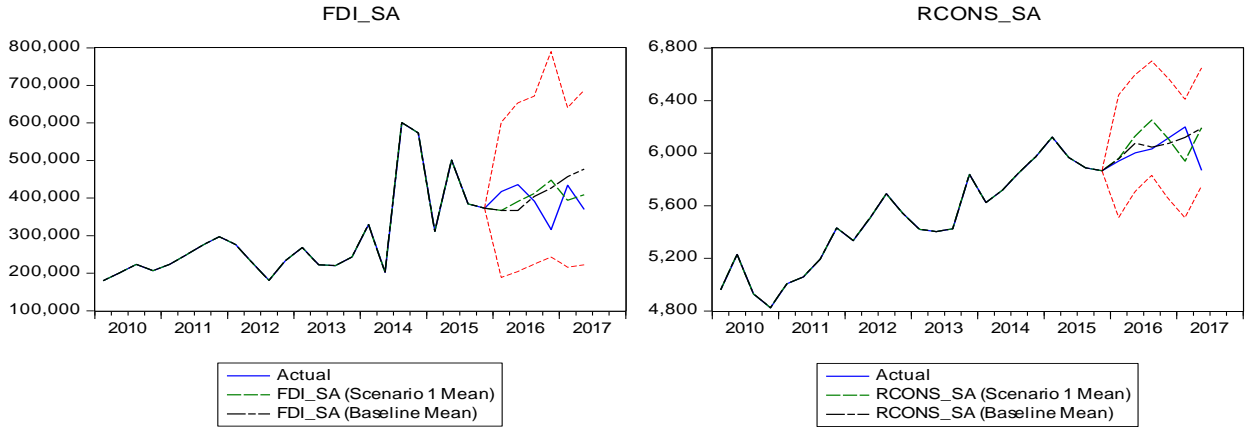
წყარო: ავტორისეული შეფასება

### 3. სტატიკურ-სტოქასტური სიმულაცია (Static-Stochastic Simulation)

აქამდე ვაკეთებდით დინამიკურ პროგნოზს, რომელიც ეფუძნებოდა წინა პერიოდის ნაპროგნოზებ მონაცემებს. არსებობს ალტერნატიული პროგნოზირების მეთოდებიც. განვიხილოთ სტატიკურ სიმულაციაზე დაფუძნებული პროგნოზი, რომელიც საპროგნოზოდ იყენებს ლაგირებული ცვლადების ფაქტობრივ მნიშვნელობებს. მიღებული შედეგების თანახმად, სტატიკურ-სტოქასტური სიმულაცია უკეთეს შედეგს იძლევა (იხილეთ გრაფიკი №56). ამას ადასტურებს შედარებით მცირე ნდობის ინტერვალები და პროგნოზირებული მონაცემების შედარებითი სიახლოვე ფაქტობრივ მაჩვენებლებთან. გაუმჯობესებული შედეგები ლოგიკურია, რადგან ეს მეთოდი წარმოადგენს ერთი პერიოდით წინ პროგნოზს და ყოველი მომდევნო მაჩვენებლის საპროგნოზოდ იყენებს წინა პერიოდის ფაქტობრივ მონაცემს.

გრაფიკი №56. სტატიკურ-სტოქასტური სიმულაცია





წყარო: ავტორისეული შეფასება

4. დინამიკურ-დეტერმინისტული სიმულაცია, ალტერნატიული სცენარი (Dynamic-Deterministic Simulation).

განვიხილოთ ალტერნატიული სცენარი, დაუშვათ 2015 წლის პირველი კვარტლის შემდეგ მსოფლიო მოთხოვნა განვითარდა ცხრილ №13-ში მოცემული განსხვავებული სცენარით.

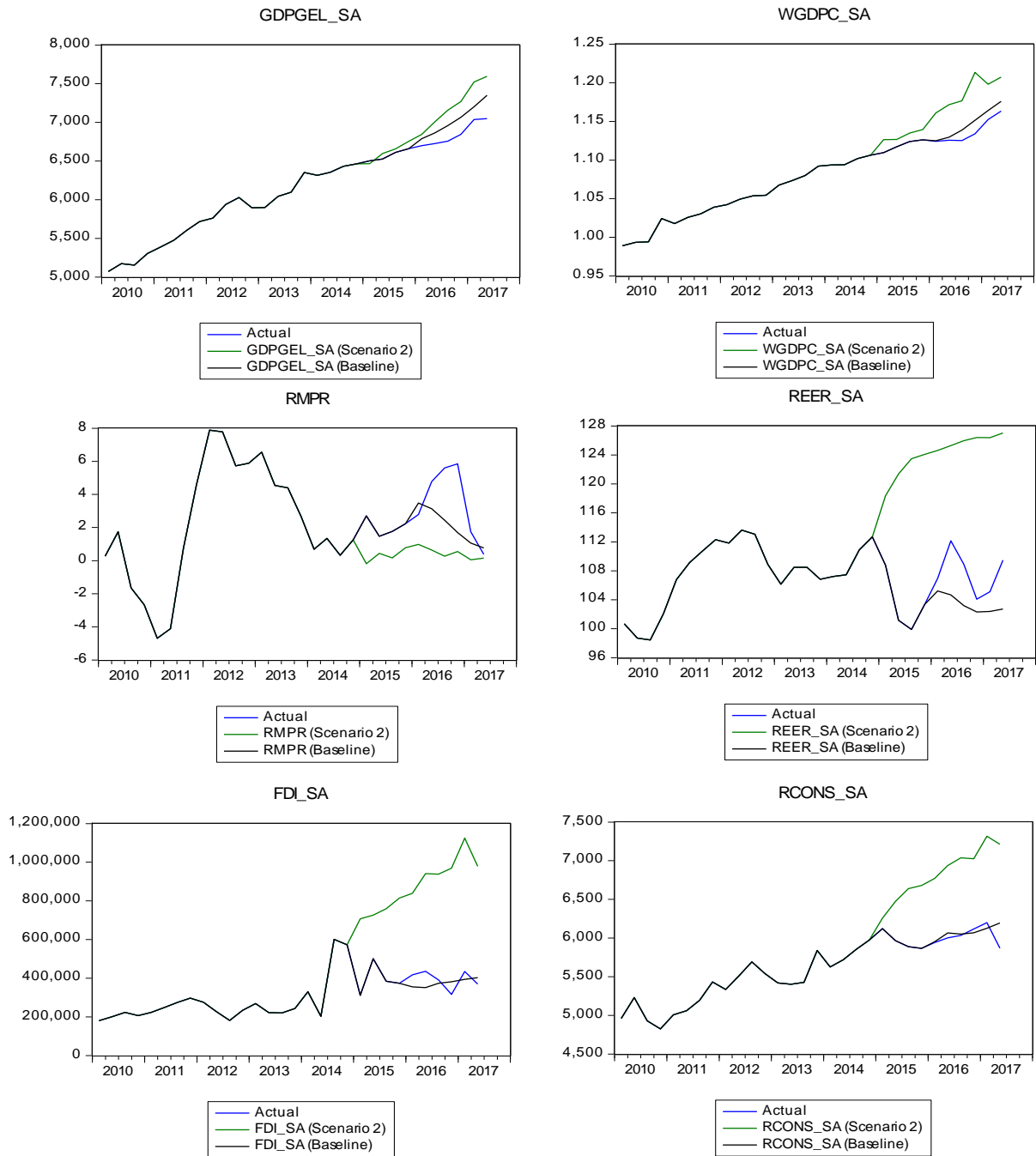
ცხრილი №13. მსოფლიო მოთხოვნის ზრდის ალტერნატიული სცენარი

პერიოდი	ფაქტობრივი ზრდა	ალტერნატიული სცენარი
2015Q1	1%	3%
2015Q2	2%	3%
2015Q3	2%	3%
2015Q4	2%	3%
2016Q1	1%	3%
2016Q2	1%	3%
2016Q3	1%	3%
2016Q4	2%	5%
2017Q1	3%	5%
2017Q2	4%	6%

ალტერნატიული სცენარის პირობებში, საგარეო მოთხოვნის ზრდის კვალდაკვალ, საქართველოს მშპ-ს ზრდის ტემპიც იმატებს, ფაქტობრივს ჩამორჩება და სტაბილურია მონეტარული პილიტიკის განაკვეთი, რაც შეეხება რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, რეალური მოხმარებისა და პირდაპირი

უცხოური ინვესტიციების მაჩვენებლებს, ისინი მნიშვნელოვან ზრდას განიცდიან და ეტაპობრივად შორდებიან ფაქტობრივ მაჩვენებლებს, რაც დინამიკური პროგნოზის მეთოდის გამოყენების შედეგია.

**გრაფიკი №57. დინამიკურ-დეტერმინისტული სიმულაცია, მსოფლიო მოთხოვნის ზრდის ალტერნატიული სცენარი**



წყარო: ავტორისეული შეფასება



ქვემოთ მოცემულ ცხრილში კვარტლების მიხედვით ნაჩვენებია ალტერნატიული სცენარების პირობებში რა ემართება საქართველოს მშპ-ს ზრდის ტემპს. ალტერნატიული სცენარის პირობებში საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის საშუალო წლიური ზრდა არსებულ ფაქტობრივ მონაცემებთან 2015 წელს 0.7%, 2016 წელს 4.6%, ხოლო 2017 წელს 7.3%-ს შეადგენს.

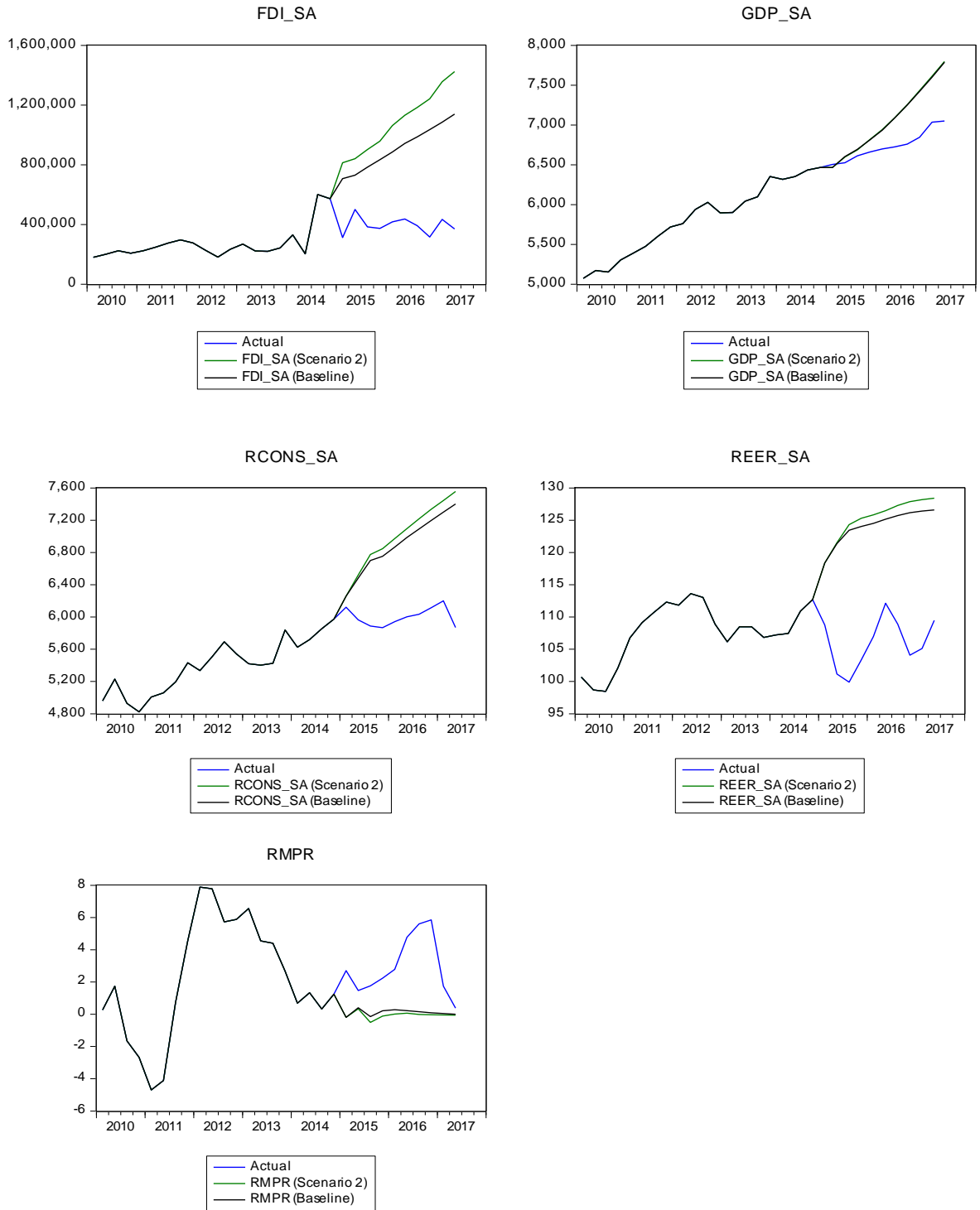
**ცხრილი №14. მშპ-ს ცვლილება საგარეო მოთხოვნის ზრდის ალტერნატიული სცენარის პირობებში**

	2015				2015
GDP_SA					
ფაქტობრივი	6,503.4	6,526.1	6,612.8	6,660.7	6,575.8
სცენარი 2	6,465.8	6,597.3	6,658.5	6,755.2	6,619.2
საბაზისო სც.	6,503.4	6,526.1	6,612.8	6,660.7	6,575.8
	2016				2016
GDP_SA					
ფაქტობრივი	6,699.4	6,725.0	6,757.5	6,844.3	6,756.6
სცენარი 2	6,845.2	7,008.6	7,158.1	7,269.1	7,070.3
საბაზისო სც.	6,789.3	6,864.0	6,959.5	7,066.6	6,919.9
	2017				2017
GDP_SA					
ფაქტობრივი	7,035.8	7,049.3	--	--	7,042.6
სცენარი 2	7,523.1	7,596.3	--	--	7,559.7
საბაზისო სც.	7,202.4	7,350.8	--	--	7,276.6

*წყარო: ავტორისეული შეფასება*

ამჯერად განვიხილოთ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდის ალტერნატიული სცენარი, დაუშვათ 2015 წელს საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები საშუალოდ 15%-ით გაიზარდა, 2016 წელს აღნიშნული ზრდა 20%-ს, ხოლო 2017 წლის პირველი ორი კვარტლის საშუალო ზრდა 25%-ს შეადგენდა. დინამიკურ-დეტერმინისტული სიმულაცია ალტერნატიული სცენარის პირობებში საქართველოს ეკონომიკის მნიშვნელოვან ზრდას არ აჩვენებს, რაც ინვესტიციების ეკონომიკურ ზრდაზე უმნიშვნელო გავლენას უსვამს ხაზს.

გრაფიკი №58. დინამიკურ-დეტერმინისტული სიმულაცია, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდის ალტერნატიული სცენარი



წყარო: ავტორისეული შეფასება

**ცდომილების კორექციის მოდელი.** რადგან ზემოთ მოცემულ მოდელში განხილული ცვლადები კონტეგორირებულები არიან, რასაც ადასტურებს იოჰანსენის კონტეგრაციის ტესტი (იხილეთ ცხრილი №15), ზემოთ მოცემული ანალიზი შესაძლებელია ცდომილების კორექციის მოდელის გამოყენებითაც გაკეთდეს. ცვლადების კონტეგორირებულობა მიგვანიშნებს მათ შორის გრძელვადიანი კავშირების არსებობაზე, რომლის შეფასება ცდომილების კორექციის მოდელით არის შესაძლებელი.

**ცხრილი №15. იოჰანსენის კონტეგრაციის ტესტის შედეგები**

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.532140	87.28302	69.81889	0.0011
At most 1	0.328271	47.02493	47.85613	0.0597
At most 2	0.312574	25.93621	29.79707	0.1306
At most 3	0.105611	6.071739	15.49471	0.6870
At most 4	0.002942	0.156176	3.841466	0.6927

*წყარო: ავტორისეული შეფასება*

ღია ეკონომიკის ძირითადი მოდელის აგებამდე, საჭიროა განხორციელდეს დამხმარე ეკონომეტრიკული ანალიზი. პირველ რიგში წარმოვიდგინოთ უმცირეს კვადრატთა მეთოდით განხორციელებულ ანალიზს, რის შემდეგაც მოდელში მიღებულ ცდომილებას გამოვიყენებთ შეზღუდული ცდომილების კორექციის მოდელისთვის.

ზემოთ მიღებული დამოუკიდებელი ცვლადების გამოყენებით შეგვიძლია ავაგოთ ცდომილების კორექციის მოდელი, რომლის შედეგებიც წარმოვდგინოთ ქვემოთ მოცემულ ცხრილ №16-ში.

**ცხრილი №16. მშპ-ს შეფასების ცდომილების კორექციის მოდელის შედეგები**

ცვლადი	კოეფიციენტი	სტ. გადახრა	t-სტატისტიკა	ალბათობა
D(RMPR(-4))-D(RMPR(-8))				
რეალური მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	-0.001342	0.000598	-2.246190	0.0306
DLOG(REER_SA(-1))-DLOG(REER_SA(-5))				
რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	-0.078508	0.051707	-1.518311	0.1372
DLOG(WGDPC_SA(-1))-DLOG(WGDPC_SA(-5))				
მსოფლიო მოთხოვნა	0.485081	0.118898	4.079794	0.0002
DLOG(FDI_SA(-3))-DLOG(FDI_SA(-7))				
პუი	0.012658	0.003915	3.233715	0.0025
RESID02(-4)				
ცდომილება	-0.855584	0.160617	-5.326865	0.0000
Structural051				
ფიქტიური ცვლადი	0.064970	0.013489	4.816450	0.0000
Crisis083				
ფიქტიური ცვლადი	-0.105859	0.014307	-7.398968	0.0000
Crisis093				
ფიქტიური ცვლადი	0.074183	0.014149	5.242870	0.0000
Structural124				
ფიქტიური ცვლადი	-0.032556	0.013663	-2.382761	0.0223
Structural134				
ფიქტიური ცვლადი	0.054749	0.013557	4.038296	0.0003
Crisis152				
ფიქტიური ცვლადი	-0.026453	0.014431	-1.833104	0.0746
R-squared	0.868711	Mean dependent var		-0.000909
Adjusted R-squared	0.834162	S.D. dependent var		0.032786
S.E. of regression	0.013352	Akaike info criterion		-5.599628
Sum squared resid	0.006774	Schwarz criterion		-5.174934
Log likelihood	148.1909	Hannan-Quinn criter.		-5.438500
Durbin-Watson stat	2.282421			

წყარო: ავტორისეული შეფასება

სადაც, RESIDOLS(-4) ცვლადი წარმოადგენს ქვემოთ მოცემულ ცხრილ №17-ში უმცირეს კვადრატთა მეთოდით განხორციელებული ანალიზიდან მიღებულ ცდომილებას.

ცხრილი №17. მშპ-ს შეფასების უმცირეს კვადრატთა მოდელის შედეგები

ცვლადი	კოეფიციენტი	სტ. გადახრა	t-სტატისტიკა	ალბათობა
C				
მუდმივი	0.013642	0.002398	5.690032	0.0000
DLOG(REER_SA(-1)) რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	-0.165916	0.074202	-2.236014	0.0302
D(RMPR(-4)) რეალური მონეტ. პოლიტიკის განაკვეთი	-0.001976	0.000954	-2.070807	0.0440
DLOG(WGDPC_SA(-1)) მსოფლიო მოთხოვნა	0.448604	0.153198	2.928272	0.0053
DLOG(FDI_SA(-3)) Crisis083	0.021871	0.006277	3.484093	0.0011
ფიქტიური ცვლადი Structural041	-0.098394	0.013585	-7.242975	0.0000
ფიქტიური ცვლადი Crisis093	-0.082364	0.013627	-6.044315	0.0000
ფიქტიური ცვლადი Structural124	-0.034823	0.014797	-2.353298	0.0229
ფიქტიური ცვლადი Crisis152	-0.029363	0.013850	-2.120104	0.0394
ფიქტიური ცვლადი	-0.039849	0.015827	-2.517794	0.0154
R-squared	0.740742	Mean dependent var		0.013124
Adjusted R-squared	0.690018	S.D. dependent var		0.023830
S.E. of regression	0.013268	Akaike info criterion		-5.646514
Sum squared resid	0.008098	Schwarz criterion		-5.284844
Log likelihood	168.1024	Hannan-Quinn criter.		-5.506295
F-statistic	14.60327	Durbin-Watson stat		2.623145
Prob(F-statistic)	0.000000			

წყარო: ავტორისეული შეფასება

ეკონომეტრიკული ანალიზის შედეგებზე დაყრდნობით, პირველ რიგში, უნდა აღინიშნოს, რომ ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი ფუნდამენტური ფაქტორების (რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი და რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი) გაკონტროლების შემდეგ, დამატებით მოდელში ფინანსური ლიბერალიზაციის ცვლადების ჩართვა, როგორებიცაა საგარეო მოთხოვნა, საერთაშორისო ფინანსური კრიზისები და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები არ ცვლის ფუნდამენტური ცვლადების მნიშვნელოვნებას და ფინანსური

ლიბერალიზაციის ამსახველი სამივე ცვლადი აჩვენებს მნიშვნელოვან გავლენას საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელზე.

კერძოდ, ცდომილების კორექციის მოდელის თანახმად საგარეო მოთხოვნის მოკლევადიანი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე +0.49-ს წარმოადგენს, შედარებით მოკრძალებულია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გავლენა ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელზე და +0.013-ს შეადგენს, რაც იმით აიხსნება, რომ მოდელი ვერ ზომავს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გადაღინების ეფექტებს სხვა სექტორებზე. გარდა ამისა, მიღებული შედეგები ცხადყოფს, რომ საქართველოს ეკონომიკა მგრძობიარედ რეაგირებს საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისებზე და ქვეყანაში მომხდარ სტრუქტურულ ცვლილებებზე. 2008 და 2015 წლების კრიზისების ცვლადებს აქვს მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე შესაბამისად -0.11 და -0.04, ხოლო 2005, 2012 და 2013 წლების სტრუქტურულ ცვლილებებს კი აქვს მნიშვნელოვანი გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე შესაბამისად +0.06, -0.03 და +0.05 ელასტიურობით.

გრძელვადიანი ელასტიურობების მისაღებად განვხორციელოთ შეხლულული ცდომილების კორექციის მოდელის მოდიფიცირება. დავუშვათ  $Y_t; X_t$  პირველი ხარისხის არასტაციონალური პროცესებია, მაშინ პირველი სხვაობების განხორციელებით შეგვიძლია მივიღოთ  $I(0)$  პროცესი. მარტივი წრფივი რეგრესიის შედეგად დავადგინოთ მოკლევადიანი კავშირი.

$$\Delta Y_t = \delta_0 + \delta_1 \Delta X_t + u_t \quad (1)$$

მაგრამ თუ  $Y_t$ ; და  $X_t$  არიან კოინტეგრირებული პროცესები, მაშინ მათ შორის არსებობს გრძელვადიანი დამოკიდებულება.

$$Y^E = \alpha + \beta_1 X^E \quad (2)$$

გარდა ამისა  $Y_t$  შეიძლება დამოკიდებული იყოს არა მარტო  $X_t$ -ზე არამედ ასევე  $X_{t-1}$ -ზე და  $Y_{t-1}$ -ზე. ამავდროულად თუ  $Y_t$  და  $X_t$  არასტაციონალური პროცესებია მაშინ მოჩვენებით (spurious) დამოკიდებულებასთან შეიძლება გვქონდეს საქმე.

$$Y_t = C + \delta_1 X_t + \delta_2 X_{t-1} + \mu Y_{t-1} + v_t \quad (3)$$

მე-3 ტოლობა შემდეგნაირად შეიძლება გადავწეროთ:

$$Y_t - Y_{t-1} = C + \delta_1 X_t + \delta_2 X_{t-1} - (1 - \mu)Y_{t-1} + v_t$$

$$\Delta Y_t = C + \delta_1 X_t - \delta_1 X_{t-1} + \delta_2 X_{t-1} - (1 - \mu)Y_{t-1} + v_t$$

$$= C + \delta_1 \Delta X_t - \lambda(Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}) + v_t \quad (4)$$

სადაც:  $\lambda = 1 - \mu$ ;  $\beta = \frac{\delta_1 + \delta_2}{1 - \mu}$ . მიღებულ ტოლობაში  $\Delta Y_t$  და  $\Delta X_t$  წარმოადგენენ სტაციონალურ პროცესებს  $I(0)$ , ხოლო  $Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}$  წვერი კი არის დასაწყისში, მე-2 ტოლობით განხილული  $Y_t$ -სა და  $X_t$ -ს შორის გრძელვადიანი დამოკიდებულების მაჩვენებელი ( $Y^E = \alpha + \beta X^E$ ) და აქედან გამომდინარე  $I(0)$  პროცესი.

რაც შეეხება მიღებული მე-4 ტოლობის ეკონომიკურ შინაარსს: ერთი ნაწილი  $\Delta Y_t = C + \delta_1 \Delta X_t$  ასახავს კავშირის მოკლევადიან დინამიკას, ხოლო მეორე ნაწილი  $-\lambda(Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1})$  გრძელვადიანი დინამიკის მაჩვენებელია. შესაბამისად, ქვემოთ მოცემული ტოლობა გამოსახავს, როგორც გრძელვადიან ასევე მოკლევადიან დამოკიდებულებას.  $\lambda$  კოეფიციენტი არის წონასწორობიდან გადახრის მაკორექტირებელი კოეფიციენტი. შესაბამისად თუ  $\Delta Y_t$  არის დადებითი (უარყოფითი), ანუ დამოკიდებული ცვლადი გადახრილია წონასწორული მდგომარეობიდან, მაშინ  $\lambda$  სიჩქარით ხდება გადახრის წონასწორობაზე დაბრუნება.

$$\Delta Y_t = C + \delta_1 \Delta X_t - \lambda(Y_{t-1} - \alpha - \beta X_{t-1}) + v_t$$

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე საინტერესოა შეფასდეს საგარეო მოთხოვნის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, საერთაშორისო კრიზისების და ქვეყნის შიგნით მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებების ფიქტიური ცვლადების საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე გრძელვადიანი გავლენები.

გრძელვადიანი ეკონომეტრიკული მოდელის შესაფასებლად მშპ-ს შეფასების ცდომილების კორექციის ზემოთმოცემულ მოდელში, დამატებით, წარმოვადგინოთ რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, საგარეო მოთხოვნის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ლაგირებული ცვლადები. მშპ-ს შეფასების ცდომილების კორექციის გრძელვადიანი მოდელის შედეგები წარმოდგენილია ქვემოთ მოცემულ ცხრილზე №18-ზე.

**ცხრილი №18. მშპ-ს შეფასების ცდომილების კორექციის  
გრძელვადიანი მოდელის შედეგები**

ცვლადი	კოეფიციენტი	სტ. გადახრა	t-სტატისტიკა	ალბათობა
D(RMPR(-4))-D(RMPR(-8))				
რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	0.000561	0.001189	0.472005	0.6396
DLOG(REER_SA(-1))-DLOG(REER_SA(-5))				
რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	-0.027098	0.082850	-0.327079	0.7454
DLOG(WGDPC_SA(-1))-DLOG(WGDPC_SA(-5))				
საგარეო მოთხოვნა	0.733307	0.152635	4.804319	0.0000
DLOG(FDI_SA(-3))-DLOG(FDI_SA(-7))				
პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები	0.011677	0.005922	1.971645	0.0558
RESID02(-4)				
უმცირეს კვადრატთა მეთოდის რეგრესიის ცდომილება	-0.123931	0.195852	-0.632780	0.5306
DLOG(GDP_SA(-4))				
მშპ	-0.744092	0.105852	-7.029519	0.0000
D(RMPR(-8))				
რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	0.003215	0.001952	1.647068	0.1076
DLOG(REER_SA(-5))				
რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	0.034228	0.137711	0.248546	0.8050



DLOG(WGDPC_SA(-5))				
საგარეო მოთხოვნა	0.990449	0.194298	5.097579	0.0000
DLOG(FDI_SA(-7))				
პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები	0.005407	0.008609	0.628011	0.5337
D083				
ფიქტიური ცვლადი	-0.096410	0.015254	-6.320381	0.0000
D074				
ფიქტიური ცვლადი	-0.032624	0.014916	-2.187103	0.0348
D124				
ფიქტიური ცვლადი	-0.030225	0.014758	-2.047973	0.0473
<hr/>				
R-squared	0.851613	Mean dependent var		-0.000367
Adjusted R-squared	0.805955	S.D. dependent var		0.031974
S.E. of regression	0.014085	Akaike info criterion		-5.475137
Sum squared resid	0.007737	Schwarz criterion		-4.987326
Log likelihood	155.3535	Hannan-Quinn criter.		-5.288121
Durbin-Watson stat	2.396930			

წყარო: ავტორისეული შეფასება

განვახორციელოთ მოდელის შედეგების მოდიფიკაცია გრძელვადიანი გავლენის შესაფასებლად. ცდომილების კორექციის გრძელვადიანი მოდელის შეფასებულ განტოლებას წარმოგვცნის:

$$\begin{aligned}
 DLOG(GDP_{SA}) - DLOG(GDP_{SA(-4)}) = & 0.000561 * (D(RMPR(-4)) - D(RMPR(-8))) - 0.027098 * \\
 & (DLOG(REER_{SA(-1)}) - DLOG(REER_{SA(-5)})) + 0.733307 * \\
 & (DLOG(WGDPC_{SA(-1)}) - DLOG(WGDPC_{SA(-5)})) + 0.011677 * (DLOG(FDI_{SA}(-3)) - \\
 & DLOG(FDI_{SA}(-7))) - 0.123931 * (RESID02(-4)) - 0.744092 * (DLOG(GDP_{SA}(-4))) + 0.003215 * ( \\
 & D(RMPR(-8))) + 0.034228 * (DLOG(REER_{SA}(-5))) + 0.990449 * (DLOG(WGDPC_{SA}(-5))) + 0.005407 * ( \\
 & DLOG(FDI_{SA}(-7))) - 0.096410 * (D083) - 0.032624 * (D074) - 0.030225 * (D124)
 \end{aligned}$$

რომლის მოდიფიკაციით მივიღებთ:

$$\begin{aligned}
 \Delta GDP = & \delta_1 \Delta RMPR + \delta_2 \Delta REER + \delta_3 \Delta WGDPC + \delta_4 \Delta FDI + \delta_5 \Delta RESID \\
 & + \delta_6 RMPR(-4) + \delta_7 REER(-4) + \delta_8 WGDPC(-4) + \delta_9 FDI(-4) \\
 & + \delta_{10} D083 + \delta_{11} D074 + \delta_{12} D124 + v_t
 \end{aligned}$$

გრძელვადიან პერიოდში, წონასწორობის წერტილში:

$$DLOG(GDP_{SA}) - DLOG(GDP_{SA(-4)}) = 0$$

$$D(RMPR(-4)) - D(RMPR(-8)) = 0$$

$$DLOG(REER_{SA(-1)}) - DLOG(REER_{SA(-5)}) = 0$$

$$DLOG(WGDPC_{SA(-1)}) - DLOG(WGDPC_{SA(-5)}) = 0$$

$$DLOG(FDI_{SA(-3)}) - DLOG(FDI_{SA(-7)}) = 0$$

შესაბამისად მივიღეთ:

$$0 = 0 - 0 + 0 + 0 - 0.123931*(RESID02(-4)) - 0.744092*(DLOG(GDP\_SA(-4))) + 0.003215*(D(RMPR(-8))) + 0.034228*(DLOG(REER\_SA(-5))) + 0.990449*(DLOG(WGDPC\_SA(-5))) + 0.005407*(DLOG(FDI\_SA(-7))) - 0.096410*(D083) - 0.032624*(D074) - 0.030225*(D124)$$

აქედან გამოვძინარე:

$$0.744092*(DLOG(GDP\_SA(-4))) = -0.123931*(RESID02(-4)) - 0.744092*(DLOG(GDP\_SA(-4))) + 0.003215*(D(RMPR(-8))) + 0.034228*(DLOG(REER\_SA(-5))) + 0.990449*(DLOG(WGDPC\_SA(-5))) + 0.005407*(DLOG(FDI\_SA(-7))) - 0.096410*(D083) - 0.032624*(D074) - 0.030225*(D124)$$

შესაბამისად მივიღეთ ცვლადების გრძელვადიანი ელასტიურობები:

$$DLOG(GDP\_SA(-4)) = \frac{-0.123931}{0.744092}*(RESID02(-4)) + \frac{0.003215}{0.744092}*(D(RMPR(-8))) + \frac{0.034228}{0.744092}*(DLOG(REER\_SA(-5))) + \frac{0.990449}{0.744092}*(DLOG(WGDPC\_SA(-5))) + \frac{0.005407}{0.744092}*(DLOG(FDI\_SA(-7))) - \frac{0.096410}{0.744092}*(D083) - \frac{0.032624}{0.744092}*(D074) - \frac{0.030225}{0.744092}*(D124)$$

საბოლოო განტოლებაში მოცემულია ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი ცვლადების გრძელვადიანი ელასტიურობები:

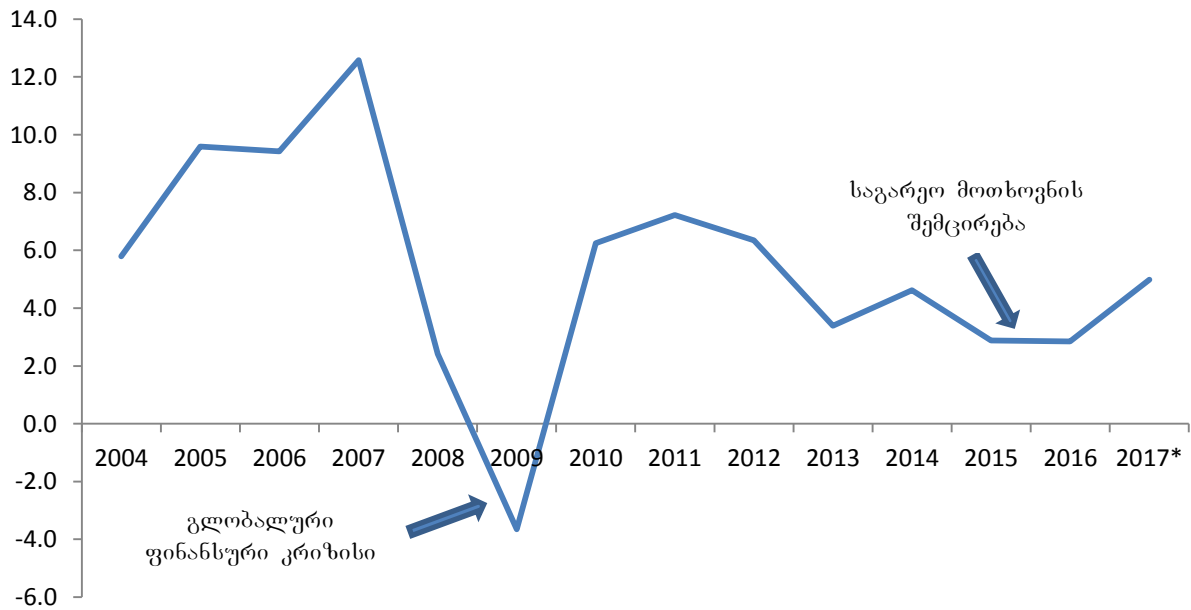
$$DLOG(GDP\_SA(-4)) = -0.167*(RESID02(-4)) + 0.004*(D(RMPR(-8))) + 0.046*(DLOG(REER\_SA(-5))) + 1.331*(DLOG(WGDPC\_SA(-5))) + 0.007*(DLOG(FDI\_SA(-7))) - 0.130*(D083) - 0.044*(D074) - 0.041*(D124)$$

მშპ-ს შეფასების ცდომილების კორექციის გრძელვადიანი მოდელის შედეგებსა და საბოლოო განტოლებაში მოცემულ კოეფიციენტებზე დაყრდნობით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი განხილული ცვლადებიდან გრძელვადიან პერიოდში მნიშვნელოვანია საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის ოთხი პერიოდის ლაგირებული, საგარეო მოთხოვნის ხუთი პერიოდის ლაგირებული და რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის რვა პერიოდის ლაგირებული ცვლადები. ეკონომიკურ ზრდაზე რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გრძელვადიანი გავლენა უმნიშვნელოა.

სადოქტორო ნაშრომის შესავალ ნაწილში აღინიშნა, რომ ნაშრომის მთავარი მიზანია საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე საგარეო მოთხოვნისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გავლენის შეფასება. ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელით მიღებულმა შედეგებმა გვიჩვენა, რომ საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტი პირველივე კვარტლიდან პასუხობს მსოფლიო მოთხოვნის პოზიტიურ შოკს და განიცდის მნიშვნელოვან ზრდას. დადებითი ეფექტი დროთა განმავლობაში იკლებს, მაგრამ რჩება ნულზე მეტი. ცდომილების კორექციის მოდელი ადასტურებს მიღებულ შედეგს და გვიჩვენებს, რომ საგარეო მოთხოვნის 1 პროცენტით ზრდა საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე +0.49%-ით აისახება.

ეს შედეგი ცალსახად მიუთითებს საგარეო მოთხოვნაზე საქართველოს ეკონომიკის მნიშვნელოვან დამოკიდებულებაზე, რაც რეალობაში არაერთხელ დადასტურდა კიდევ. აღნიშნულის მაგალითად შეგვიძლია მოვიყვანოთ 2015-2016 წლებში საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მოულოდნელი კლება. ჩვენ ყველა ერთად გავხდით მომსწრე, სულ რამდენიმე წლის წინ, ნავთობის ფასების დაცემის, რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტისა და თურქეთის ეკონომიკური შენელების გამო საგარეო მოთხოვნის კლების ფონზე საქართველოდან განხორციელებული ექსპორტის და ფულადი გზავნილების შემცირებისა და გაცვლითი კურსის უპრეცედენტო გაუფასურების.

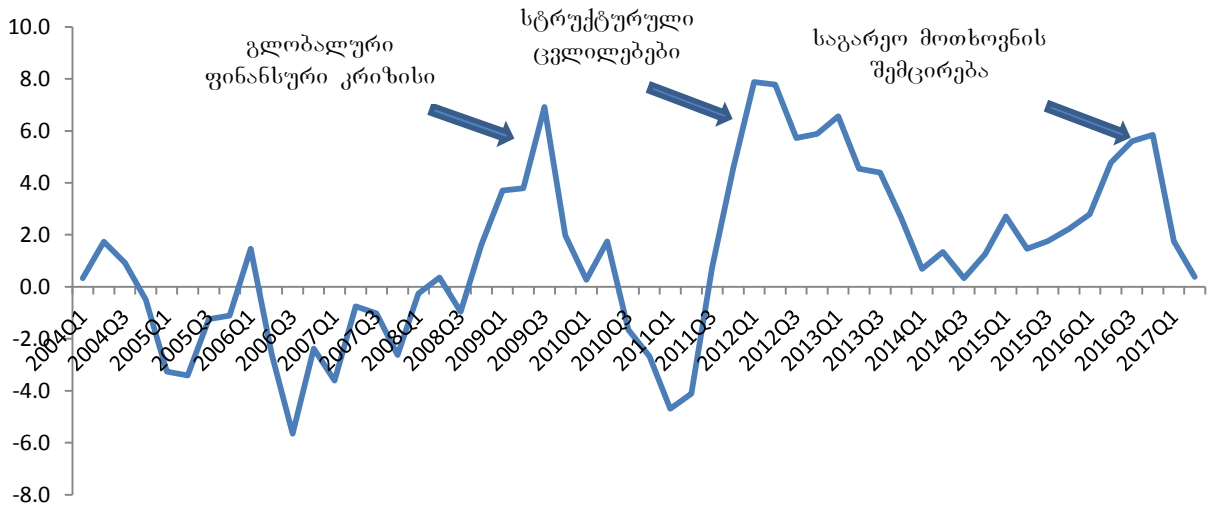
გრაფიკი №59. მშპ-ის რეალური ზრდა, პროცენტული ცვლილება  
(წინა წლის შესაბამისი პერიოდი = 100)



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,  
<http://geostat.ge/?action=page&id=118&lang=geo>

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის თანახმად ღია ეკონომიკის პირობებში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე დახურული ეკონომიკის პირობებში არსებული გავლენის მსგავსია, თუმცა არის შედარებით მცირე მოცულობის. პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე კი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსის გავლენა უმნიშვნელოა. ცდომილების კორექციის მოდელი ადასტურებს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე მცირე გავლენას (ელასტიურობა -0.0013).

**გრაფიკი №60. რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი**

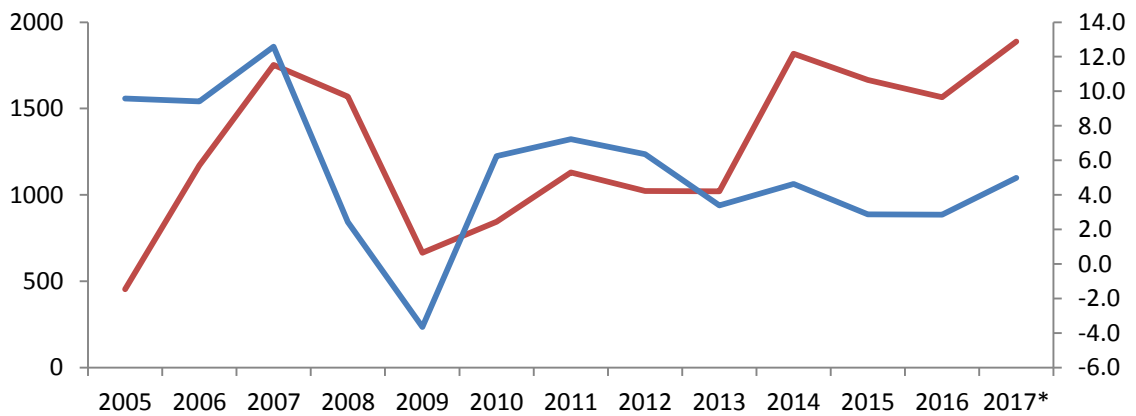


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი,

<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

მიღებული შედეგი ზემოხსენებულ, საქართველოს მონეტარული პოლიტიკის პროციკლურობის გამოდახილია. იქედან გამომდინარე, რომ საქართველოს მცირე ზომის გახსნილი ეკონომიკა აქვს, მაღალი დოლარიზაციის ფონზე, საგარეო შოკი, რომელიც ვალუტის კურსის გაუფასურებას იწვევს, ავტომატურად ზღუდავს ციკლის საწინააღმდეგო მონეტარული პოლიტიკის გატარების შესაძლებლობას.

**გრაფიკი №61. მშპ-ის რეალური ზრდა, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები (წინა წლის შესაბამისი პერიოდი = 100)**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=118&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo)

ეექტორული ავტორეგრესიის მოდელის თანახმად პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების იმპულსი საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე დადებითად აისახება. იგი ასევე იწვევს რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარებასა და მოხმარების ზრდას. ამავდროულად, ცდომილების კორექციის მოდელის თანახმად, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გავლენა ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელზე შედარებით მოკრძალებულია (ელასტიურობა +0.013).

მოცემულ სადოქტორო ნაშრომში არაერთხელ გაესვა ხაზი საქართველოს დამოკიდებულებას პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე და ზოგადად, საგარეო ფინანსურ რესურსზე. აღნიშნულის მიზეზს საქართველოში ადგილობრივი დანახოგების დაბალი დონე და კაპიტალის ბაზრის განუვითარებლობა წარმოადგენს, რაც აიძულებს ბიზნესს და სახელმწიფოს დაფინანსების წყაროები ქვეყნის ფარგლებს გარეთ ეძებოს. ნაშრომში საგარეო კაპიტალზე დამოკიდებულების რისკებიც არის აღნიშნული და ხაზგასმულია კაპიტალის ბაზრის როლი ადგილობრივი რესურსით ინვესტიციების დაფინანსების ხელშეწყობის პროცესში.

ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაში კაპიტალის ბაზრის როლი მნიშვნელოვანი კვლევის საგანს წარმოადგენს. მსესხებლებსა და გამსესხებლებს შორის შუამავლის ფუნქციის შესრულება არის ფინანსური სისტემის ფუნდამენტური ფუნქცია და განვითარებად ქვეყნებში უმეტესად საბანკო სექტორის მიერ სრულდება. აღნიშნულის მიზეზს განვითარებად ქვეყნებში კაპიტალის ბაზრის სისუსტე წარმოადგენს. ყოველივე აღნიშნული ართულებს დამწვები ბიზნესებისთვის ფინანსებზე ხელმისაწვდომობას, რადგან საბანკო სექტორი ასეთი ტიპის კომპანიებს მაღალი რისკის კატეგორიაში განიხილავს და შესაბამისად, ფინანსურ რესურსაც ძვირად სთავაზობს.

ეკონომიკის სხვადასხვა აგენტზე კაპიტალის ბაზარს რამდენიმე დადებითი გავლენა აქვს. ფინანსური რესურსის მაძიებელი კომპანიისთვის ადგილობრივი კაპიტალის ბაზარი დაფინანსების ალტერნატიულ წყაროს წარმოადგენს. გარდა ამისა, კაპიტალის ბაზარი ეკონომიკურ აგენტებს სთავაზობს ინვესტორების დიდ რაოდენობაზე წვდომას და ტრადიციულ დაფინანსების წყაროებთან შედარებით უფრო მაღალი რისკის (შესაბამისად მაღალი უკუგების) მატარებელი ფინანსური

რესურსის მოძიების შესაძლებლობას, რომლის საშუალებითაც, ინოვაციების და ახალი იდეების რეალიზების პოტენციალი ჩნდება.

კარგად განვითარებული ადგილობრივი კაპიტალის ბაზარი უცხოური ვალუტის გაცვლითი კურსის და ინფლაციის რისკის მართვის უკეთეს საშუალებებს იძლევა. სახელმწიფოსთვის ეს ღირებული შესაძლებლობაა, რადგან ფისკალური დეფიციტის დაფინანსების გზა ჩნდება ადგილობრივ ბაზარზე, ეროვნულ ვალუტაში სესხის აღების მეშვეობით, რაც სავალუტო რისკს არ უკავშირდება.

ინვესტორებს და ე.წ. “დამზოგველებს” კაპიტალის ბაზარი რისკის, ლიკვიდურობისა და სხვა ფაქტორებზე დამოკიდებულებით, ფინანსური რესურსის უფრო მიმზიდველი დაბანდების შესაძლებლობებს უხსნის. გარდა ამისა, კაპიტალის ბაზარი ეხმარება ინვესტორებს პორტფელის დივერსიფიკაციისა და რისკის მართვის პროცესში. აღნიშნული განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ინსტიტუციური ინვესტორებისთვის, როგორებიცაა საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის გაუმჯობესების გზით კარგად განვითარებული კაპიტალის ბაზრები სარგებელს იძლევა მაკროეკონომიკურ დონეზეც. კვლევები აჩვენებს, რომ განვითარებული კაპიტალის ბაზრის მქონე ქვეყნებმა უკეთ შეძლეს 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს ლიკვიდობის და სხვა ფინანსური რისკის მართვა.

კაპიტალის ბაზრის განვითარების დონის მიხედვით განვითარებად ქვეყნებს შორის დიდი განსხვავებებია. ასეთ ქვეყნებში უმეტესად კაპიტალის ბაზარი ფორმალურად არსებობს. შესაბამისად, ადგილობრივი ინვესტიციების დაფინანსების ალტერნატიული შესაძლებლობებიც შეზღუდულია. განვითარებადი ქვეყნების უმეტესობას, დაფინანსების საგარეო წყაროების ძიება უწევს, რაც როგორც უკვე აღინიშნა საერთაშორისო ფინანსური კრიზისის დროს მნიშვნელოვან რისკებს უკავშირდება.

განვითარებული კაპიტალის ბაზარი საქართველოში ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის პრობლემის არსებობის ერთ-ერთი მთავარი მიზეზია, რაც სამთავრობო დონეზეც არაეთხელ იქნა გაუღებელი. პრობლემის დასაძლევად

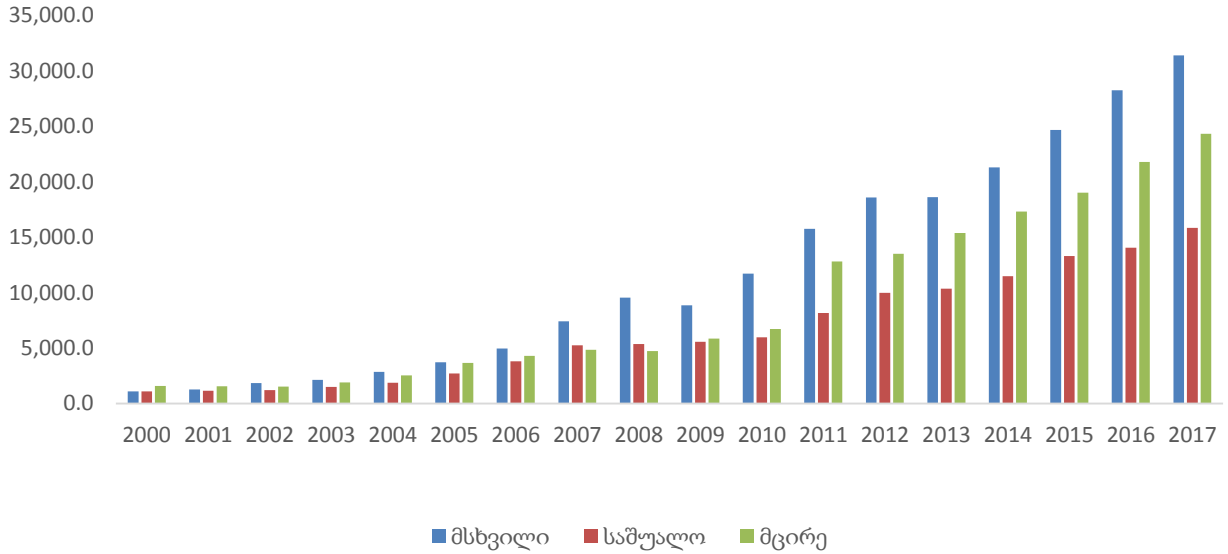
კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა და საკრედიტო-საგარანტიო ფონდის მექანიზმის ჩამოყალიბება იგეგმება. ეს უკანასკნელი რისკის დაზღვევას და შესაბამისად, მცირე და საშუალო ბიზნესისთვის სესხის გაიაფების გზით ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის პრობლემის დაძლევას ემსახურება.

ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის პრობლემის სათავეს საბაზრო ჩავარდნა წარმოადგენს. საქმე იმაშია, რომ ფინანსური ბაზრის გამსესხებელს (საბანკო სექტორს) და მსესხებელს (მცირე ბიზნესს) შორის ინფორმაციის ასიმეტრიულობის პრობლემა დგას. საბანკო სექტორისთვის რთულია განასხვავოს “კარგი” და “ცუდი” მსესხებელი, როცა საქმე აქვს დამწყებ ბიზნესთან. ამიტომ ყველა ასეთი ტიპის მსესხებელი მაღალი რისკის კატეგორიას მიეკუთვნება და სესხის შეთავაზებაც მაღალ საპროცენტო განაკვეთში ხდება. ე.წ. “კარგი მსესხებლები” უარს აცხადებენ მაღალი პროცენტით სესხის აღებაზე, რაც ამ ტიპის ბაზრის ჩავარდნას იწვევს და ურთულებს “კარგ მსესხებლებს” ფინანსებზე წვდომას. თავის მხრივ, საბანკო სექტორიც ზარალდება, რადგან დაიკარგა მომგებიანი გასესხების შესაძლებლობა. ასევე, ზარალდება ქვეყანა, რადგან პოტენციური წარმატებული ბიზნეს იდეის განხორციელება შეჩერდა.

ბიზნეს სექტორის განვითარების მნიშვნელობის სადემონსტრაციოდ შეგვიძლია რამდენიმე ძირითად სტატისტიკურ მაჩვენებელს დაგაკვირდეთ. ბიზნეს სექტორის ბრუნვა 2017 წლის მონაცემებით 71 მილიარდ ლარს აღემატება და 12 პროცენტით არის გაზრდილი წინა წელთან შედარებით. განსაკუთრებით გამოსაყოფია, ახალი მეთოდოლოგიით, მცირე ბიზნესის ბრუნვის მაჩვენებლის მნიშვნელოვანი ზრდა.



გრაფიკი №62. ბიზნეს საწარმოთა ზომის მიხედვით (მლნ ლარი)

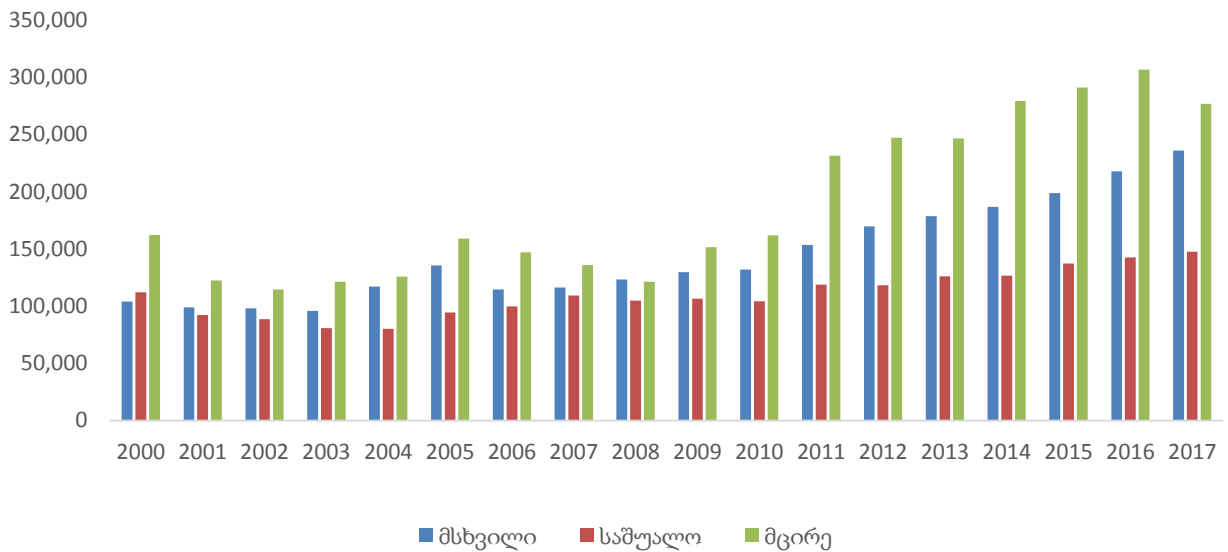


წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://www.geostat.ge/?action=page&p\\_id=211&lang=geo](http://www.geostat.ge/?action=page&p_id=211&lang=geo)

ბიზნეს სექტორი უმსხვილესი დამსაქმებელია. 2017 წლის მონაცემებით ბიზნეს სექტორში დასაქმებულთა რაოდენობამ 660 ათას ადამიანს გადააჭარბა. ბიზნეს სექტორში დასაქმებულთა უმეტესი ნაწილი მცირე საწარმოებში დასაქმებულებზე მოდის (42%).

გრაფიკი №63. დასაქმებულთა რაოდენობა საწარმოთა ზომის მიხედვით

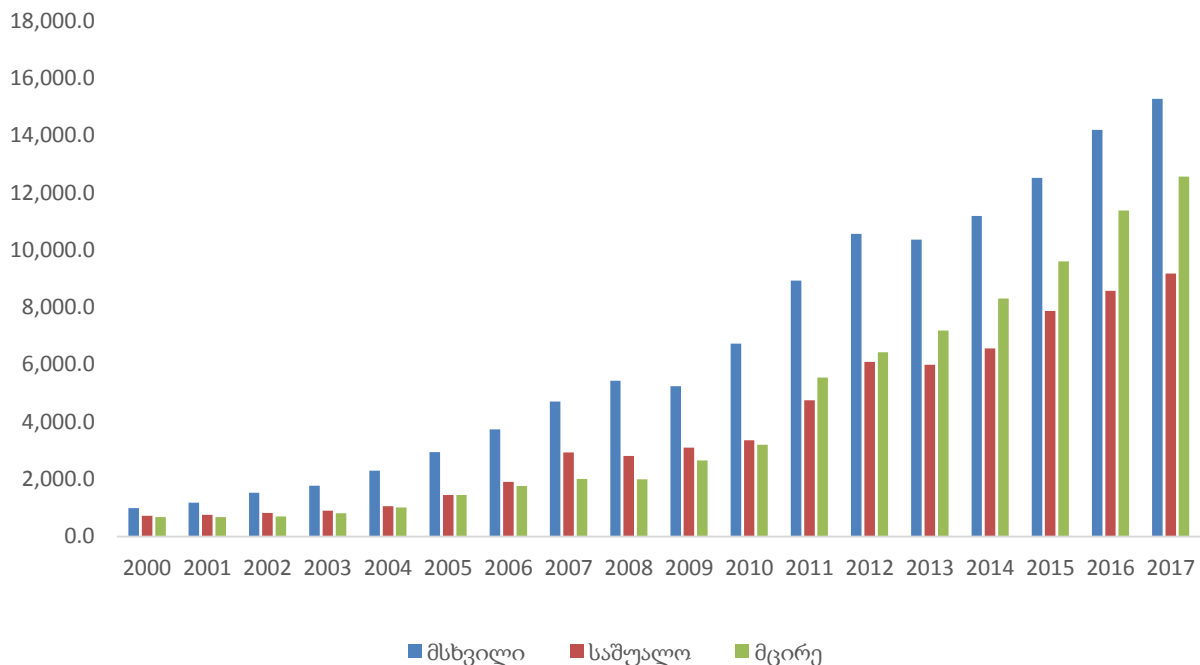


წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://www.geostat.ge/?action=page&p\\_id=211&lang=geo](http://www.geostat.ge/?action=page&p_id=211&lang=geo)

გაზრდილია ბიზნეს სექტორის გამოშვებაც და 8 პროცენტით აჭარბებს წინა წლის ანალოგიურ მაჩვენებელს. მეტნაკლებად თანაბარია პროდუქციის გამოშვების მაჩვენებელი საწარმოთა ზომის მიხედვით, სადაც დომინანტური წილი მსხვილ საწარმოებს უჭირავს (41%).

**გრაფიკი №64. პროდუქციის გამოშვება საწარმოთა ზომის მიხედვით (მლნ ლარი)**

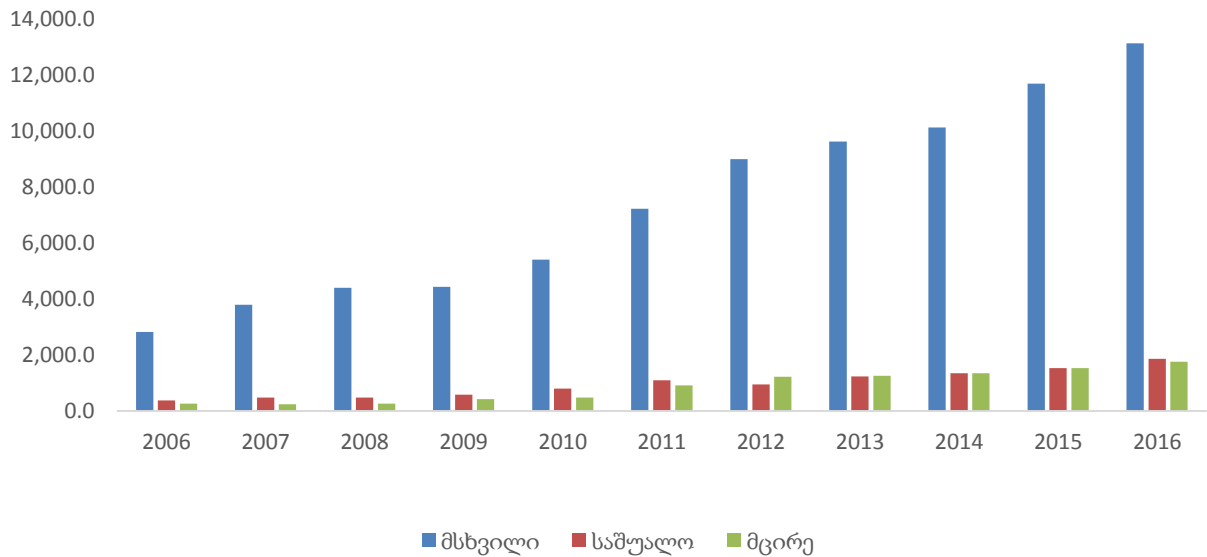


წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,

[http://www.geostat.ge/?action=page&p\\_id=211&lang=geo](http://www.geostat.ge/?action=page&p_id=211&lang=geo)

ბიზნეს სექტორის მიერ შექმნილ დამატებით ღირებულებაში უდიდესია მსხვილი საწარმოების როლი, რომლებზეც მთლიან ბიზნეს სექტორში შექმნილი დამატებული ღირებულების 78 პროცენტი მოდის. 2016 წელს ბიზნეს სექტორში შექმნილი დამატებული ღირებულება ჯამში 16.8 მილიარდ ლარს შეადგენს და 14 პროცენტით არის გაზრდილი 2015 წლის მაჩვენებელთან შედარებით.

გრაფიკი №65. დამატებული ღირებულება საწარმოთა ზომის მიხედვით  
(მლნ ლარი)



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური,  
[http://www.geostat.ge/?action=page&p\\_id=211&lang=geo](http://www.geostat.ge/?action=page&p_id=211&lang=geo)

ბიზნეს სექტორის სტატისტიკური მაჩვენებლების ანალიზიდან გამომდინარე შეგვიძლია ვთვათ, რომ ახალი კლასიფიკაციით, მცირე ბიზნესი არსებით როლს თამაშობს ეკონომიკის განვითარებასა და დასაქმების კუთხით, შესაბამისად, მისთვის ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის პრობლემის არსებობა მომავალი განვითარების გზაზე მნიშვნელოვან შემაფერხებელ ფაქტორს წარმოადგენს.

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე საქართველოსთვის უმნიშვნელოვანესია ადგილობრივი დანაზოგების ზრდის ხელშეწყობა, კაპიტალის ბაზრის განვითარება და საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების წყაროების დივერსიფიკაცია. ეს უკანასკნელი დააზღვევს საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების დროს სავალუტო და კაპიტალის გადინების რისკებს, რომელთა წინაშეც ყოველი გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს დგას საქართველო და რომლებიც ამ სადოქტორო ნაშრომით დამუშავებულ მოდელის შედეგებზე დაყრდნობით უარყოფით გავლენას ახდენს საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე.

რომ შევაჯამოთ, სადოქტორო ნაშრომში დეტალურადაა განხილული ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკური ეფექტების შესახებ არსებული შეხედულებები. ნაშრომში ჩამოყალიბებული თეორიული მოდელის საფუძველზე კი შეფასებულია საქართველოს ეკონომიკაზე საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, რეალური მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ეფექტები.

## დასკვნა

ფინანსური ლიბერალიზაცია ფინანსური შეზღუდვებისგან გათავისუფლების და ამავე დროს, ფინანსური დისბალანსის დაფინანსების საშუალებაა. ფინანსური ლიბერალიზაციის კონცეფცია ჯერ კიდევ მეცხრამეტე საუკუნის ნაშრომებში გვხვდება. კერძოდ, ბაგჰოტი<sup>82</sup> (1873) ხაზს უსვამს ტექნოლოგიური პროგრესის ათვისების, ფინანსური რესურსების ეფექტიანი გადანაწილებისა და ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობის პროცესში ფინანსური სისტემის ლიბერალიზაციის როლს. თუმცა, კონცეფციამ განსაკუთრებული მნიშვნელობა, დაახლოებით ასი წლის შემდეგ, მაკინონის<sup>83</sup> (1973) და შოუს<sup>84</sup> (1973) ერთმანეთისგან დამოუკიდებლად შესრულებულ ნაშრომებში შეიძინა.

განვითარებადი ქვეყნების მიერ ფინანსური სისტემის დერეგულირებისა და ეკონომიკური გლობალიზაციის ფონზე, ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგების მრავალმხრივი შეფასება და განხილვა განხორციელდა. აღნიშნული საკითხი განსაკუთრებით აქტუალურია საქართველოს მსგავსი, მცირე ზომის, გახსნილი ეკონომიკის მქონე ქვეყნისთვის. 2014 წლიდან ნავთობის ფასების ვარდნამ, უკრაინაში განვითარებულმა მოვლენებმა, რუსეთის ეკონომიკის შესუსტებამ და დოლარის გაცვლითი კურსის გლობალურმა გამყარებამ უარყოფითი გავლენა იქონია საქართველოს ეკონომიკაზე. რაც დაკავშირებულია ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ექსპორტის მკვეთრ ვარდნასთან, ფულადი გადმორიცხვების მოცულობის შემცირებასა და ეროვნული ვალუტის კურსის გაუფასურებასთან.

2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის ანალიზი ცხადად აჩვენებს, რომ ეკონომიკური ვარდნის დროს ფინანსურ სექტორში გაუარესებულმა ვითარებამ ხელი შეუწყო ეკონომიკური აქტივობის მნიშვნელოვან შენელებას. აღნიშნულ მოსაზრებას ამყარებს სადოქტორო ნაშრომში განხილული ემპირიული კვლევები. რომელთა თანახმად, სხვადასხვა ქვეყნების ფინანსურ ბაზრებზე განვითარებულმა კრიზისებმა შეამცირეს მოთხოვნა კაპიტალის ღირებულების ზრდის გამო, რაც მოხმარებისა და რეალური ინვესტიციების შემცირების

---

<sup>82</sup> *Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market, London: Henry S. King and Co., 1873.*

<sup>83</sup> *Mckinnon R. I. Money and Capital in Economic Development, Washington, D. C.: Brookings Institution, 1973.*

<sup>84</sup> *Shaw E. Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973.*

საფუძველს წარმოადგენს. მაშასადამე, ფინანსურ სექტორში განვითარებულმა მოვლენებმა სხვადასხვა არხებით შესაძლოა რეალურ ეკონომიკაში დამატებითი შოკი გამოიწვიოს.

განვითარებულ ქვეყნებში დაწყებული საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების გადაღინების ეფექტების შეფასება აქტიურად 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის ფონზე დაიწყო. კონკრეტულ განვითარებად ქვეყანაზე კრიზისის უარყოფითი გავლენა დამოკიდებულია საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე ინტეგრაციისა და ფინანსური სექტორების მოწყვლადობის ხარისხზე.

გაზრდილი საგარეო ვაჭრობა და ფინანსური ინტეგრაცია ამჟამად ფინანსურ კრიზისს და ეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევის ამოცანა უფრო კომპლექსური ხდება. განვითარებადი ქვეყნები მნიშვნელოვნად დაზარალდნენ 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად. რაც უფრო მჭიდრო იყო კავშირი კონკრეტული განვითარებადი ქვეყნის და მსოფლიო ეკონომიკის ფინანსურ და რეალურ სექტორებს შორის, მით უფრო მწვავე იყო კრიზისის უარყოფითი გავლენა. კრიზისის უარყოფითი ეფექტის გადაცემა ძირითადად ორი არხით, ფინანსური ნაკადებითა და საერთაშორისო ვაჭრობის გავლით ხდებოდა.

საქართველოს მსგავსად, განვითარების სტადიაზე მყოფი ქვეყნებისთვის მნიშვნელოვანია მსოფლიო ფინანსურ ბაზრებზე დაფიქსირებული კრიზისების ანალიზი და მისი გავლენის შესწავლა. განვითარებულ ქვეყნებში მომხდარი ფინანსური კრიზისების შედეგად მნიშვნელოვნად იკლო მოთხოვნამ საქონელსა და მომსახურებაზე, რის გამოც შემცირდა უცხოური ინვესტიციებისა და ექსპორტის მოცულობა. სწორედ ამიტომ, მსოფლიო ფინანსურ და საერთაშორისო ვაჭრობის ბაზრებზე ინტეგრირებული განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკისათვის, ფინანსური კრიზისები უმეტესად უკავშირდება განვითარებული ქვეყნების ბაზრებზე მოთხოვნის შემცირებასა და საკრედიტო კრიზისს. ეს მოსაზრება განსაკუთრებით ლოგიკურია საქართველოს მაგალიზე, რომელიც 2014-2017 წლების ჯერ კიდევ მიმდინარე აგრეგირებული გლობალური მოთხოვნის შემცირების უარყოფითი გავლენის ქვეშ მოექცა.

განვითარებად ქვეყნებზე გლობალური ფინანსური კრიზისების უარყოფითი გავლენა დამოკიდებულია კონკრეტული ქვეყნის ექსპორტისა და კაპიტალის მოძრაობის მნიშვნელობაზე. საქართველოსთვის ორივე კომპონენტი უმნიშვნელოვანესია – პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსებისა და ტექნოლოგიური პროგრესის იმპორტის მთავარი წყაროა, ექსპორტი კი დასაქმების, უცხოური ვალუტის შემოდინებისა და ეკონომიკური ზრდის ხელშემწყობია.

საქართველო, ისევე როგორც სხვა არანავთობმომპოვებელი ქვეყანა, მნიშვნელოვნად დაზარალდა საერთაშორისო კრიზისების დროს საექსპორტო საქონელზე ფასებისა და მოთხოვნის შემცირების გამო. მიმდინარე პერიოდში საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მთავარი შემაფერხებელი ფაქტორი სწორედ საგარეო მოთხოვნის შემცირებაა. ამავდროულად, ჩვენი ქვეყანა ცდილობს შეაღწიოს საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე, რაც გლობალური ფინანსური კრიზისის განმეორების შემთხვევაში კიდევ უფრო მაღალ საგარეო რისკებს უკავშირდება. ყოველივე აღნიშნულმა განაპირობა საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე ფინანსური ლიბერალიზაციისა და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების შესაძლო გავლენის შესწავლის აქტუალურობა.

სადოქტორო ნაშრომში დეტალურადაა განხილული მსოფლიო მასშტაბით მიმდინარე ფინანსური ლიბერალიზაციის პროცესი. ფინანსური გლობალიზაციის საწყის ეტაპზე საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების რეკომენდაციები ძირითადად მიმართული იყო ქვეყნის ეკონომიკური და ფინანსური საზღვრების გახსნისა და საერთაშორისო სავაჭრო-საკრედიტო სივრცეში განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნების მაქსიმალური ჩართვისკენ.

ფინანსური ლიბერალიზაციის შემდგომ ეტაპზე, განვითარებადი ქვეყნების გარკვეულმა ნაწილმა გააუქმა ბარიერები საგარეო ვაჭრობაზე მისაღები სარგებლის მაქსიმიზაციის მიზნით. დარჩენილი ბარიერების ძირითადი ნაწილი კონცენტრირებულია იმ დარგებზე, რომლებშიც განვითარებად ქვეყნებს შედარებითი უპირატესობა გააჩნიათ.

სადოქტორო ნაშრომში გაანალიზებულია საქართველოში კაპიტალის მოძრაობის, საგარეო ვაჭრობის და სატარიფო ლიბერალიზაციის პროცესი. 90-

იანი წლების დასაწყისიდან საერთაშორისო სავალუტო ფონდი და მსოფლიო ბანკი აქტიურად მუშაობდნენ განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებთან კაპიტალის მოძრაობის კონტროლის გაუქმების მიმართულებით. აღნიშნულ პერიოდს უკავშირდება საქართველოში ფინანსურ ნაკადებზე კონტროლის გაუქმება. შედეგად ინვესტიციების დაფინანსების მნიშვნელოვან წყაროდ საგარეო ფინანსური რესურსი იქცა.

საქართველოში მნიშვნელოვანი ღონისძიებები განხორციელდა სატარიფო პოლიტიკისა და სავაჭრო რეგულირების მიმართულებით. აღნიშნული გულისხმობს საბაჟო პროცედურების გამარტივებასა და საიმპორტო-საექსპორტო ტარიფების შემცირებას. გატარებული რეფორმები ხელს უწყობს საქართველოს მსოფლიო ეკონომიკაში ინტეგრაციას და ამავედროულად, ზრდის მსოფლიო ფინანსური კრიზისებით გამოწვეულ რისკებს.

2008 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე კაპიტალის მოძრაობაზე კონტროლის დაწესების ნებისმიერი მცდელობა უარყოფით მოვლენად განიხილებოდა, აღნიშნული მიდგომა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ პერიოდშიც არ იყო მხარდაჭერილი. მიუხედავად ამისა, განვითარებადი ქვეყნების უმრავლესობამ კვლავ მიმართა კაპიტალის მოძრაობის კონტროლის მექანიზმს, როგორც ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ბერკეტს ფინანსური კრიზისის უარყოფითი გავლენის შესამცირებლად. შესაბამისად, საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა და სხვა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებმა დაიწყეს კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობის შესახებ არსებული შეხედულებების ფუნდამენტური გადახედვა.

ფინანსური კრიზისით გამოწვეული უარყოფითი შედეგების დასაძლევად ბრაზილიამ, მექსიკამ, პერუმ, კოლუმბიამ, აზერბაიჯანმა, რუსეთმა, კორეამ, ტაივანმა, სამხრეთ აფრიკამ, პოლონეთმა და სხვა განვითარებადმა ქვეყნებმა დაიწყეს კაპიტალის თავისუფალ მოძრაობაზე გარკვეული ლიმიტების დაწესების სცენარების განხილვა. მაგალითად, ინდოეთი კრიზისის დაძლევას შეეცადა მონეტარული პოლიტიკის და ბიზნეს სექტორისთვის ფინანსურ რესურსზე ხელმისაწვდომობის ზრდის საფუძველზე. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოს მსგავსი განვითარებადი ქვეყნისათვის, რადიკალური ქმედების განხორციელება შეზღუდულია. აღნიშნულის მიზეზს წამოადგენს შემსუბუქებული



მონეტარული პოლიტიკის ინფლაციაზე და გაცვლით კურსზე უარყოფითი გავლენა. ასევე, ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის გაუფასურების დადებითი ეფექტი ექსპორტზე შეზღუდულია. ამის მიზეზი ფინანსური კრიზისის თანმდევი პროცესის – შემცირებული საგარეო მოთხოვნის არსებობაა, რაც, თავის მხრივ, ექსპორტს ზრდის საშუალებას არ აძლევს და ამცირებს ექსპორტზე ვალუტის კურსის გაუფასურების დადებით გავლენას.

სადოქტორო ნაშრომში მიმოხილულია ფინანსური ლიბერალიზაციის ეკონომიკური ეფექტების შესახებ არსებული შეხედულებები. ცდომილების კორექციის მოდელის საფუძველზე შეფასებულია საქართველოს ეკონომიკაზე მონეტარული პოლიტიკის, ეფექტური გაცვლითი კურსის, საგარეო მოთხოვნის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების და საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების ეფექტები. ანალიზის საფუძველზე შესაძლებელია ითქვას, რომ საქართველოს ეკონომიკა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში მიმდინარე ეკონომიკურ პროცესებზე, საერთაშორისო ფინანსური კრიზისები კი ართულებს კაპიტალზე ხელმისაწვდომობას და აფერხებს ეკონომიკურ ზრდას.

ცდომილების კორექციის ეკონომეტრიკული მოდელის შედეგებზე დაყრდნობით, ფინანსური ლიბერალიზაციის ამსახველ სამივე ცვლადს - საგარეო მოთხოვნა, საერთაშორისო ფინანსური კრიზისები და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელზე, კერძოდ:

- საგარეო მოთხოვნის მოკლევადიანი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე +0.49-ს შეადგენს;
- შედარებით მოკრძალებულია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოკლევადანი გავლენა ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელზე და +0.013-ია;
- მიღებული შედეგები ცხადყოფს, რომ საქართველოს ეკონომიკა მგრძობიარედ რეაგირებს საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისებზე და ქვეყანაში მომხდარ სტრუქტურულ ცვლილებებზე. 2008 და 2015 წლების კრიზისების ცვლადებს აქვს მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა, შესაბამისად, -0.11 და -0.03 ელასტიურობებით;

- მშპ-ს შეფასების ცდომილების კორექციის გრძელვადიანი მოდელის შედეგებზე დაყრდნობით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედი ცვლადებიდან გრძელვადიან პერიოდში მნიშვნელოვანია მთლიანი შიდა პროდუქტის ოთხი, საგარეო მოთხოვნის ხუთი და რეალური მონეტარული პოლიტიკის რვა პერიოდის ლაგირებული ცვლადები. ეკონომიკურ ზრდაზე რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გრძელვადიანი გავლენა უმნიშვნელოა.

სადოქტორო ნაშრომში ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის გამოყენებით განხორციელდა ეგზოგენური ცვლადების იმპულსზე (ცვლილებაზე) ენდოგენური ცვლადების რეაქციის ფუნქციის შესწავლა. მიღებული შედეგების თანახმად:

- საქართველოს მშპ პირველივე კვარტლიდან პასუხობს მსოფლიო მოთხოვნის პოზიტიურ შოკს და განიცდის მნიშვნელოვან ზრდას. დადებითი ეფექტი დროთა განმავლობაში იკლებს, მაგრამ რჩება ნულზე მეტი;
- მსოფლიო მოთხოვნის აღნიშნული ზრდა მნიშვნელოვნად ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს, რაც გამყარებული რეალური გაცვლითი კურსის და პროციკლური მონეტარული პოლიტიკის შედეგია;
- მსოფლიო მოთხოვნის იმპულსს არ აქვს მნიშვნელოვანი გავლენა საქართველოში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებს მაჩვენებელზე;
- ღია ეკონომიკის პირობებში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე დახურული ეკონომიკის პირობებში არსებული გავლენის მსგავსია, თუმცა შედარებით მცირეა;
- პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოდინებაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის იმპულსის გავლენა უმნიშვნელოა;

- პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების იმპულსი საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე და რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსზე დადებითად აისახება.

მიღებული შედეგები ცხადყოფს, რომ საქართველოს ეკონომიკა მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია საგარეო მოთხოვნაზე, რაც რეალობაში არაერთხელ დადასტურდა. კერძოდ, ნავთობის ფასის დაცემა, რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტი და თურქეთის ეკონომიკური ზრდის შემცირება საქართველოდან განხორციელებული ექსპორტის, ფულადი გზავნილების და გაცვლითი კურსის უპრეცედენტო გაუფასურების საფუძველი გახდა. რადგან საქართველოს მცირე ზომის გახსნილი ეკონომიკა აქვს, მაღალი დოლარიზაციის ფონზე, საგარეო შოკი, რომელიც ვალუტის კურსის გაუფასურებას იწვევს, ავტომატურად ზღუდავს ციკლის საწინააღმდეგო მონეტარული პოლიტიკის გატარების შესაძლებლობას.

სადოქტორო ნაშრომში განხილულია ორი ძირითადი მაჩვენებლის - საგარეო მოთხოვნის და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, ალტერნატიული სცენარები:

- საგარეო მოთხოვნის ზრდის საფუძველზე (ალტერნატიული სცენარი), მთლიანი შიდა პროდუქტის, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, მოხმარებისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მაჩვენებლები მნიშვნელოვნად იზრდება, ხოლო მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მცირდება;
- პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდის ალტერნატიული სცენარის თანახმად, საქართველოს ეკონომიკის ზრდა მცირეა, რაც ინვესტიციების ეკონომიკურ ზრდაზე შედარებით უმნიშვნელო გავლენას უსვამს ხაზს.

მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური ლიბერალიზაციის პროცესი ხასიათდება რიგი დადებითი შედეგებით, იგი მნიშვნელოვანი რისკის შემცველია მცირე ზომის, განვითარებადი, ღია ეკონომიკის ქვეყნებისთვის. შესაბამისად, სახელმწიფოს მიზანია ლიბერალიზაციის პროცესის ეფექტიანი მართვა, რადგან შესაძლო უარყოფითი გავლენები მინიმუმამდე იქნას დაყვანილი, ხოლო პოტენციური დადებითი შედეგები მაქსიმალურად იქნას ათვისებული.

ფინანსური კრიზისების გამოცდილება აჩვენებს, რომ საქართველო აქტიურად უნდა ეცადოს ანტიკრიზისული ღონისძიებების გატარებას. ქვეყანა არ უნდა დაელოდოს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ან სხვა საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტის დახმარებას. ადგილობრივი დანაზოგები უნდა იყოს ქვეყნის კრიზისიდან გამოყვანის და ეკონომიკის დაფინანსების ძირითადი წყარო<sup>85</sup>.

ადგილობრივი დანაზოგებს ზრდის და საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების შიდა წყაროების მოძიებისთვის მნიშვნელოვანია კაპიტალის ბაზრის განვითარება. კარგად განვითარებული ადგილობრივი კაპიტალის ბაზარი უცხოური ვალუტის გაცვლითი კურსის და ინფლაციის რისკის მართვის უკეთეს შესაძლებლობებს იძლევა. სახელმწიფოსთვის ეს ღირებული შესაძლებლობაა, რადგან ფისკალური დეფიციტის დაფინანსების საშუალება ჩნდება ადგილობრივ ბაზარზე, ეროვნულ ვალუტაში სესხის აღების გზით, რაც სავალუტო რისკს არ უკავშირდება.

ინვესტორებს და ე.წ. “დამზოგველებს” კაპიტალის ბაზარი რისკის, ლიკვიდურობისა და სხვა ფაქტორებზე დამოკიდებულებით ფინანსური რესურსის მრავალფეროვანი დაბანდების შესაძლებლობებს უხსნის. გარდა ამისა, კაპიტალის ბაზარი ეხმარება მათ პორტფელის დივერსიფიკაციისა და რისკის მართვის პროცესში. აღნიშნული განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ინსტიტუციური ინვესტორებისთვის, როგორებიცაა საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის გაუმჯობესების გზით კარად განვითარებული კაპიტალის ბაზრები სარგებელს იძლევა მაკროეკონომიკურ დონეზეც. კვლევები აჩვენებს, რომ განვითარებული კაპიტალის ბაზრის მქონე ქვეყნებმა უკეთ შეძლეს 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს ლიკვიდობის და სხვა ფინანსური რისკის მართვა.

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე უმნიშვნელოვანესია ადგილობრივი დანაზოგების ზრდის ხელშეწყობა, კაპიტალის ბაზრის განვითარება და საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების წყაროების

---

<sup>85</sup> ჯგერენია ე. დანიაშვილი *მ. The 10-th anniversary of the World Crisis and the beginning of the new one, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი, 2008.*

დივერსიფიკაცია. ეს უკანასკნელი დააზღვევს საერთაშორისო ფინანსური კრიზისების დროს სავალუტო და კაპიტალის გადინების რისკს, რომლის წინაშეც ყოველი გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს დგას საქართველო და რომელიც ამ სადოქტორო ნაშრომით დამუშავებულ მოდელის შედეგებზე დაყრდნობით უარყოფით გავლენას ახდენს საქართველოს ეკონომიკურ განვითარებაზე.

მიღებული დასკვნების საფუძველზე შეიძლება ითქვას, რომ:

- ადგილობრივი დანაზოგების წახალისების გზით შემცირდება, როგორც საგარეო კაპიტალზე დამოკიდებულება, ასევე, რეგიონალური კრიზისების დროს კაპიტალის მოულოდნელი გადინებით წარმოქმნილი რისკები;
- ექსპორტის დივერსიფიკაცია, მათ შორის, ევროკავშირთან ღრმა და ყოვლისმომცველი ასოცირების შეთანხმება და ჩინეთთან თავისუფალი ვაჭრობის გაფართოება არის საგარეო მოთხოვნის დაცემის უარყოფითი ეფექტების მნიშვნელოვანი შემსუბუქების საშუალება;
- დაწყებული საპენსიო რეფორმის წარმატებული განხორციელება და კაპიტალის ბაზრის განვითარება სტიმულს მისცემს დანაზოგების ზრდას, გაამარტივებს საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებას და ლიკვიდურობის მართვას. საპენსიო რეფორმა ხელს შეუწყობს ლარის გრძელვადიანი რესურსის შექმნას. ასევე, დაგროვებითი საპენსიო სისტემა შეცვლის ინდივიდების ქცევას და წახალისებს დაზოგვისადმი მიდრეკილებას. კაპიტალის ბაზრის განვითარების შედეგად, საბანკო და მიკრო-საფინანსო სექტორის გარდა, გაჩნდება დაფინანსების ალტერნატივები, რაც კომპანიებისთვის გრძელვადიანი ფინანსური რესურსების მოზიდვის დამატებითი საშუალება იქნება.
- წინააღმდეგ შემთხვევაში:
  - თუ ადგილობრივი დანაზოგების დონე დაბალია, საინვესტიციო რესურსად მუდმივად გამოყენებული იქნება პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ან საგარეო ვალი. აღნიშნული კი, მნიშვნელოვნად ზრდის რისკებს და საფრთხეს უქმნის ქვეყნის

ეკონომიკურ და ფინანსურ სტაბილურობას, განსაკუთრებით საერთაშორისო კრიზისის დროს;

- თუ არ მოხდება საექსპორტო ბაზრების დივერსიფიცირება, ფინანსური კრიზისის ან სხვა ეგზოგენური შოკის გამო, საგარეო მოთხოვნის დაცემით გამოწვეული რისკები მნიშვნელოვან საფრთხეს უქმნის ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას.

## გამოყენებული ლიტერატურა

1. ანანიაშვილი ი. გადასახადების გააღება ერთობლივ მოთხოვნაზე, ეკონომიკა და ბიზნესი №3, თბილისი, 2008.
2. ანანიაშვილი ი. საქართველოს ეკონომიკის პოტენციური მთლიანი შიგა პროდუქტისა და უმუშევრობის ბუნებრივი დონის ეკონომეტრიკული შეფასება, ეკონომიკა და ბიზნესი №5, თბილისი, 2010.
3. ასლანიშვილი დ. საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, „ივერიონი“, თბილისი, 2015.
4. ელიავა ლ. რა უშლის ხელს საბანკო სისტემის მდგრადობას, ბიზნესი და კანონმდებლობა, ივლისი-აგვისტო, თბილისი, 2008.
5. კოვზანაძე ი. კონტრიძე გ. თანამედროვე საბანკო საქმე: თეორია და პრაქტიკა, თბილისი, 2014.
6. მექვაბიშვილი ე. ეკონომიკური ზრდისა და გლობალიზაციის ზემოქმედება ფულად საკრედიტო პოლიტიკაზე საქართველოში, ბანკი 2, თბილისი, 2000.
7. მექვაბიშვილი ე. ეკონომიკის გლობალიზაცია: მიმართულებები გამოწვევები პერსპექტივები, თბილისი, 2009.
8. მექვაბიშვილი ე. მექვაბიშვილი მ. ეკონომიკის გლობალიზაციის მოდელები, ჟურნ. “საქართველოს ეკონომიკა” №3, თბილისი, 2008.
9. მესხია ი. მურჯიკნელი მ. ეკონომიკური რეფორმა საქართველოში, თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, თბილისი, 1996.
10. პაპავა ვ. პოსტკომუნისტური გარდამავალი პერიოდის მაკროეკონომიკა: (თეორია და პოლიტიკა), თბილისი, 2005.
11. პაპავა ვ. თანამედროვე ეკონომიკური კრიზისის თავისებურებანი საქართველოში. ეკონომისტი №4, თბილისი, 2009.
12. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, თბილისი, 2015, 2016.
13. ხადური ნ. ომის შემდგომი საქართველოს ეკონომიკური საფრთხეები. ეკონომისტი №4, თბილისი, 2009.
14. ხადური ნ. საქართველოს ეკონომიკა გლობალური კრიზისის ფონზე, ეკონომიკა და ბიზნესი, №6, ნოემბერი-დეკემბერი, 2010.

15. ჯგერენაია ე. Georgia's export trends and problems, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი, 2006.
16. ჯგერენაია ე. ღანიაშვილი მ. The 10-th anniversary of the World Crisis and the beginning of the new one, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი, 2008.
17. ჯგერენაია ე. ბერძნული კრიზისი და საქართველო, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი, 2015.
18. ჯგერენაია ე. რა დაიცავს საქართველოს 2016 წლის მსოფლიო კრიზისისგან, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი, 2016.
19. ჯიბუტი ა. საქართველო სავალდებულო კრიზისის საშიშროების წინაშე. კრებული: საქართველოს ეკონომიკურ მეცნიერებათა აკადემიის შრომები, ტომი 8, „სიასლე“, თბილისი, 2010.
20. Abreu M. P. et al. The Effect of the World Financial Crisis on Developing Countries: An Initial Assessment, Canada, 2009.
21. Agrawal G. Khan A. Impact on FDI on GDP: A Comparative Study of China and India, International Journal of Business and Management, 6(10), 71-79, 2011.
22. Agarwal P. Interest Rate and Investment in East Asia: An Empirical Evaluation of Various Financial Liberalisation Hypothesis, Journal of Development Studies, 40, 142-173, 2004.
23. Agrawal, P. Savings, investment and growth in South Asia. India Gandhi Institute of Development Research, India, 2000.
24. Atiyas, I. Financial reform and investment behaviour in Korea: Evidence from panel data. Development Economics Department, World Bank, Washington, D.C., 1992.
25. Asimakopoulos, A. 1986. Finance, liquidity, savings and investment. Journal of Post-Keynesian Economics 9 (1): 79-90.
26. Bagehot W. Lombard Street: A Description of the Money Market, London: Henry S. King and Co., 1873.



27. Barro R.J. Economic growth in East Asia before and after the Financial Crisis, National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 8330, 2001.
28. Beridze T. The Republic of Georgia: Problems of Transition to a Market Economy. CIBER, Occasional Paper, No. 83, 1996.
29. Bencivenga, V.R., and B. D. Smith. Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies* 58: 195-209, 1991.
30. Blanchard O. Perotti R. An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, *The Quarterly Journal of Economics*, No. 4, 2002.
31. Capoglu, G. The effect of financial liberalisation on the efficiency of the Turkish financial system: 1980-88. A paper presented at the EEA conference, Lisbon, 1990.
32. Davidson, P. 1986. Finance, funding, saving and investment. *Journal of PostKeynesian Economics* 9 (1): 101-110.
33. De Gregorio, J. Economic growth in Latin America. *Journal of Development Economics* 39 (1): 58-84, 1992.
34. Diamond D. Dybvig P. Bank runs, deposit insurance and liquidity, *Journal of Political Economy*, Vol. 91, pp. 400-415, 1983.
35. Del Negro M. Schorfheide F. Priors From General Equilibrium Models For VARs, *International Economic Review*, Vol. 45, No. 2, USA, 2004.
36. Einzig P. *The History of Foreign Exchange* by Paul Einzig, Palgrave Macmillan, 1970.
37. Enrique G. Mendoza V. Quadrini Financial Globalization, Financial Crises and Contagion, NBER Working Paper No. 15432, 2009.
38. Granger C.W.J. Some Recent Developments in a Concept of Causality, *Journal of Econometrics*. 39, 199-211, 1988.
39. Gelos G. How did financial liberalisation in Mexico affect investment? Evidence from the manufacturing sector. Department of Economics, Yale University, 1997.
40. Grech S.D. *Pensions: What fiscal incentives can Malta implement?* London, 2010.

41. Gregorio J. Guidotti P.E. Financial development and economic growth, *World Development*, Vol. 23, Iss. 3, pp. 433-448, 1995.
42. Gurtner B. The Financial and Economic Crisis and Developing Countries, *International development Policy Journal*, p. 189-213, Geneva, 2010.
43. Hall R. E. Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence, *Journal of Political Economy*, 86. 971-987, 1978.
44. Jaramillo, F., F. Schiantarelli, and A. Weiss. The effect of financial liberalisation on the allocation of credit: Panel data evidence for Ecuador. Policy research working papers, WPS 1092, the World Bank, 1992.
45. Kakulia M. Georgia's Experiences on Developing Trade and Trade Policy Relations with the European Union. *East European Studies*, No. 5, 2014.
46. Kaminsky G. L. Crises and sudden stops: evidence from international bond and syndicated-loan markets, Tokyo, ISSN 0288-8432, ZDB-ID 8784383. - Vol. 26., p. 107-129, 2008.
47. Kaminsky G.L. Schmukler S.L. Short-Run Pain, Long-Run Gain: The Effect of Financial Liberalization, *IMF Workin Paper*, WP/03/34, 2003.
48. Khatiwada Y. R. Macro-financial Linkages: Issues and Challenges, SEACEN's 30th Anniversary Conference, Malaysia 2013.
49. Ковзанадзе И. Уроки Мирового Экономического Кризиса и Формирование Новой Модели Развития, Тбилиси, 2016.
50. Ковзанадзе И. Системные Банковские Кризисы В Условиях Финансовой Глобализации, Тбилиси, 2003.
51. Kovzanadze I. Economic and Banking System Development Trends and Prospects for Countries in Transition, iUniverse, Inc., New York Bloomington, 2008.
52. Kovzanadze I. Systemic and Borderline Banking Crises, Lessons Learned for Future Prevention, iUniverse, Inc., New York Bloomington, 2010.

53. Kovzanadze I. Systemic Banking Crises Under Condition of Financial Globalisation, Tbilisi, Tbilisi University Press, 2003.
54. Krueger, A., & Berg, A. Trade, Growth and Poverty: A Selective Survey. IMF Working Paper No. 03/30, 2003.
55. Krugman P. R. Obstfeld M. International Economics, Theory and Policy, 2005.
56. Krugman P. "Increasing Returns and Economic Geography," NBER Working Papers 3275, National Bureau of Economic Research, Inc. 1990.
57. Lewis, J. Financial repression and liberalisation in a general equilibrium model with financial markets. *Journal of Policy Modelling* 14: 135-166, 1992.
58. Makino S. Lau C. M. and Yeh, R. S. Asset-exploitation vs asset-seeking: implications for location choice of foreign direct investment from newly industrialised economies, *Journal of International Business Studies* 33(3), 2002.
59. Mankiw N. G. Campbell J.Y. "Permanent Income, Current Income, and Consumption" *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 8, No. 3, 1990.
60. McKinnon R. I. Money and Capital in Economic Development, Washington, D. C.: Brookings Institution, 1973.
61. Mishkin F. S. Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 25, No. 1, 2011.
62. Morisset, J. Does financial liberalisation really improve private investment in developing countries? *Journal of Development Economics* 40 (February): 133-150, 1993.
63. Odhiambo N. M. The Impact of Financial Liberalisation in Developing Countries: Experiences From Four SADC Countries, Organisation for Social Science Research in Eastern and Southern Africa (OSSREA), Ethiopia, 2011.
64. Rajan, R., and L. Zingales. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88 (3): 559-586, 1998.

65. Renelt, D., and R. Levine. A sensitivity analysis of cross-country growth regressions. *American Economic Review* 82 (4), 942-963, 1992.
66. Rodriguez, F., & Rodrik, D. Trade Policy and Economic Growth: A Skeptics Guide to the Cross-National Evidence. NBER Working Paper No. 7081, 2000.
67. Romer P.M. Increasing return and long run growth, *Journal of Political Economy*, vol. 95, pp. 1006-1036, 1986.
68. Schmukler S.L. Zoido P. Halac M. Financial globalization, crises, and contagion, New York, NY: Nova Science Publ., ISBN 978-1-61122-930-1, p. 103-121, 2011.
69. Shaw E. Financial Deepening in Economic Development, New York: Oxford University Press, 1973.
70. Sims, C. Macroeconomics and reality, *Econometrica*, 48(1), pp.1-48, New York, 1980.
71. Stiglitz J. E. The role of the state in financial markets, Washington, D.C.: The World Bank, 1994.
72. Stiglitz, J. E., and A. Weiss. 1981. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review* 71(June): 393-410.
73. Zang H. Kim Y.C. Does financial development precede growth? Robinson and Lucas might be right. *Applied Economics Letters*, 14, 15-19, 2007.
74. Xu, Z. Financial development, investment and economic growth. *Economic Inquiry* 38(2): 331 – 344, 2000.

ინტერნეტ წყაროები:

75. [www.adb.org](http://www.adb.org)
76. [www.economy.ge](http://www.economy.ge)
77. [www.ec.europa.eu/eurostat](http://www.ec.europa.eu/eurostat)
78. [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com)
79. [www.geostat.ge](http://www.geostat.ge)
80. [www.imf.org](http://www.imf.org)
81. [www.mof.ge](http://www.mof.ge)

82. [www.nbg.gov.ge](http://www.nbg.gov.ge)
83. <http://forbes.ge/>
84. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
85. <http://www.armstat.am/en/>
86. <http://www.stat.gov.az/>
87. <http://www.turkstat.gov.tr>
88. <http://www.gks.ru/>
89. <http://ukrstat.org>
90. <http://www.stats.gov.cn>
91. <https://www.investopedia.com>

დანართი

დანართი 1<sup>86</sup>.

ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილებისა და გადასახადების გადაუხდელობის აღკვეთის შესახებ შეთანხმება, ქვეყნების სია და შეთანხმების პირობები.

ქვეყანა	ღივიღენდები	პროცენტი	როიალტი
ავსტრია	0%/5%/10%	0%	0%
აზერბაიჯანი	10%	10%	10%
არაბთა გაერთიანებული სამეფოები	0%	0%	0%
ბელგია	5%/15%	10%	5%/10%
ბულგარეთი	10%	10%	10%
გაერთიანებული სამეფო	0%/15%	0%	0%
გერმანია	0%/5%/10%	0%	0%
დანია	0%/5%/10%	0%	0%
ესპანეთი	0%/10%	0%	0%
ესტონეთი	0%	0%	0%
თურქეთი	10%	10%	10%
თურქმენეთი	10%	10%	10%
იაპონია	15%	0%/10%	0%/10%
ინდოეთი	10%	10%	10%

<sup>86</sup> წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <http://mof.ge/4680#8>, 04.06.2017

ისრაელი	5%	15%	0%
ირანი	5%/10%	10%	5%
იტალია	5%/10%	0%	0%
ირლანდია	0%/5%/10%	0%	0%
კატარი	0%	0%	0%
ლიტვა	5%/15%	10%	10%
ლატვია	5%	5%	10%
ლუქსემბურგი	0%/5%/10%	0%	0%
მალტა	0%	0%	0%
ნიდერლანდები	0%/5%/15%	0%	0%
პოლონეთი	10%	10%	10%
პორტუგალია	5%/10%	10%	5%
რუმინეთი	8%	10%	5%
საბერძნეთი	8%	8%	5%
საფრანგეთი	0%/5%/10%	0%	0%
სლოვენია	5%	5%	5%
სინგაპური	0%	0%	0%
სომხეთი	5%/10%	10%	5%
უზბეკეთი	5%/15%	10%	10%
უკრაინა	5%/10%	10%	10%
უნგრეთი	0%/5%	0%	0%
ფინეთი	0%/5%/10%	0%	0%
ყაზახეთი	15%	10%	10%

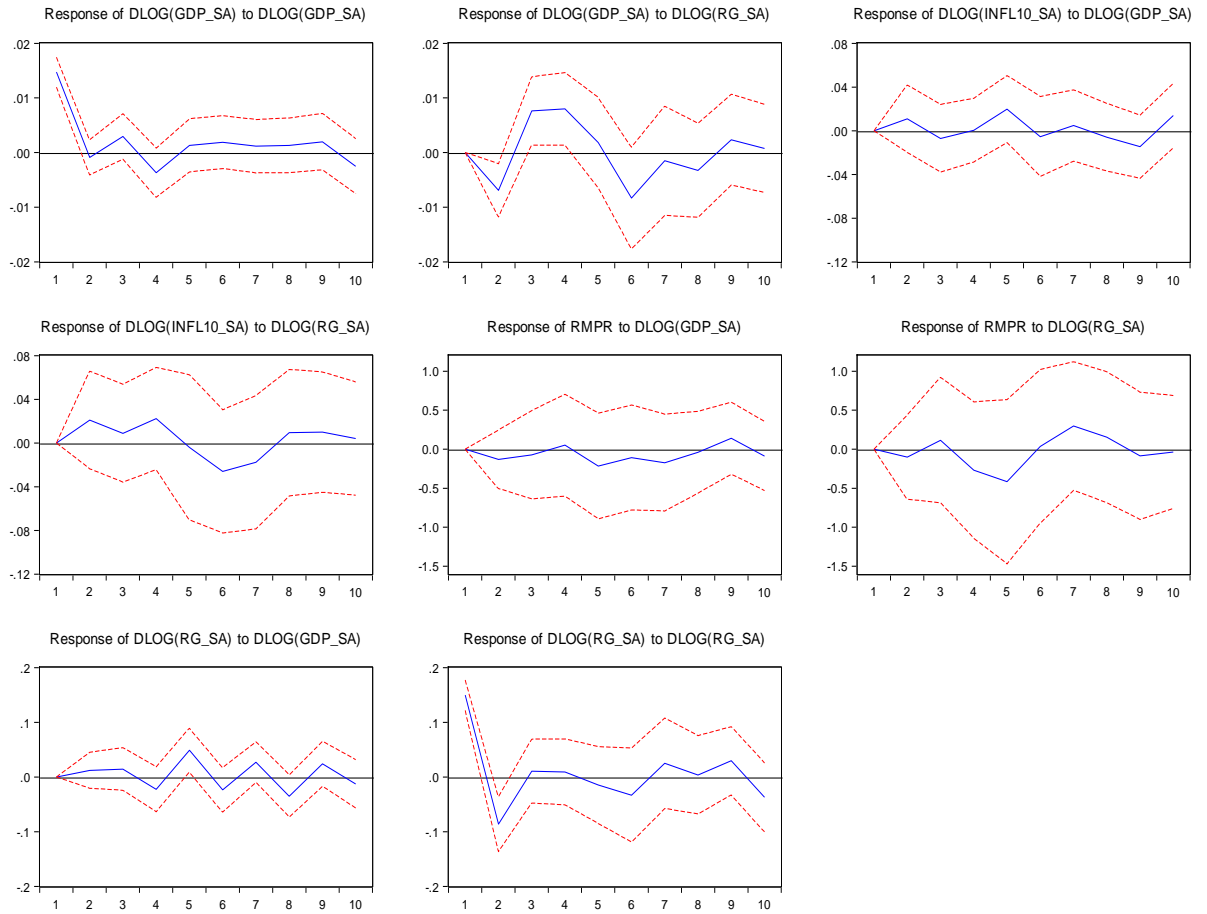
შვეიცარია	10%	0%	0%
ჩინეთი	0%/5%/10%	10%	5%
ჩეხეთი	5%/10%	8%	0%/5%/10%
სლოვაკეთი	0%	5%	5%
ბაჰრეინი	0%	0%	0%
ნორვეგია	5/10%	0%	0%
ეგვიპტე	10%	10%	10%
სერბეთი	5%/10%	10%	10%
შან მარინო	0%	0%	0%
ქუვეითი	0%/5%	0%	10%
ხორვატია	5%	5%	5%
შვედეთი	0%/10%	0%	0%
ბელარუსი	5%/10%	5%	5%
ისლანდია	5%/10%	5%	5%
კვიპროსი	0%	0%	0%
კორეა	5% / 10%	10%	10%
ლიხტენშტეინი	0%	0%	0%



**დანართი 2.**

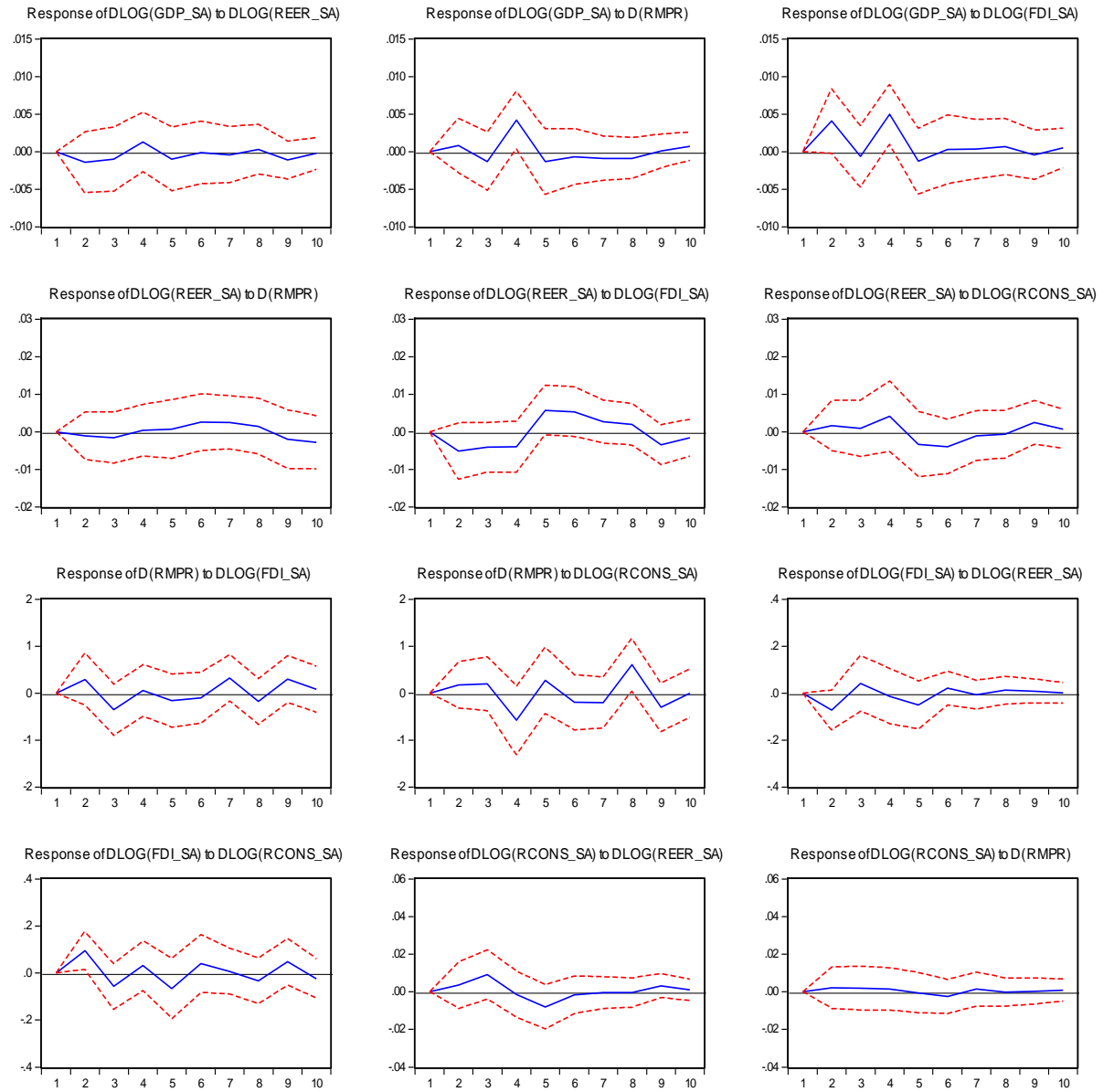
ეზოგენური შოკის ერთი სტანდარტული გადახრის იმპულსზე მოდელის ენდოგენური ცვლადების რეაქცია (დაშვება: არაკორელირებული მოდელის ცდომილებების ვარიაციები).

ა) დახურული ეკონომიკის ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი.



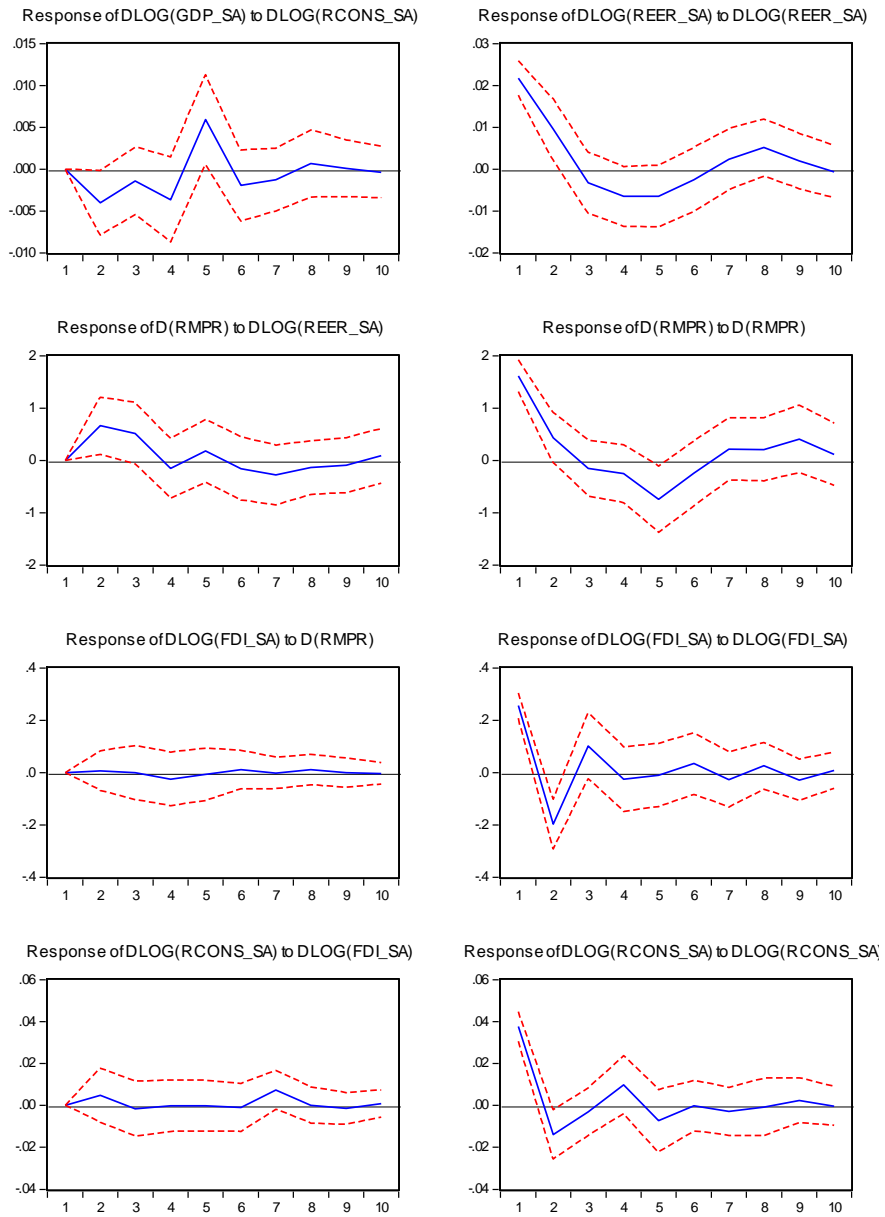
წყარო: ავტორისეული შეფასება

ბ) ღია ეკონომიკის ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი (ეგზოგენური საგარეო მოთხოვნის შემთხვევა).



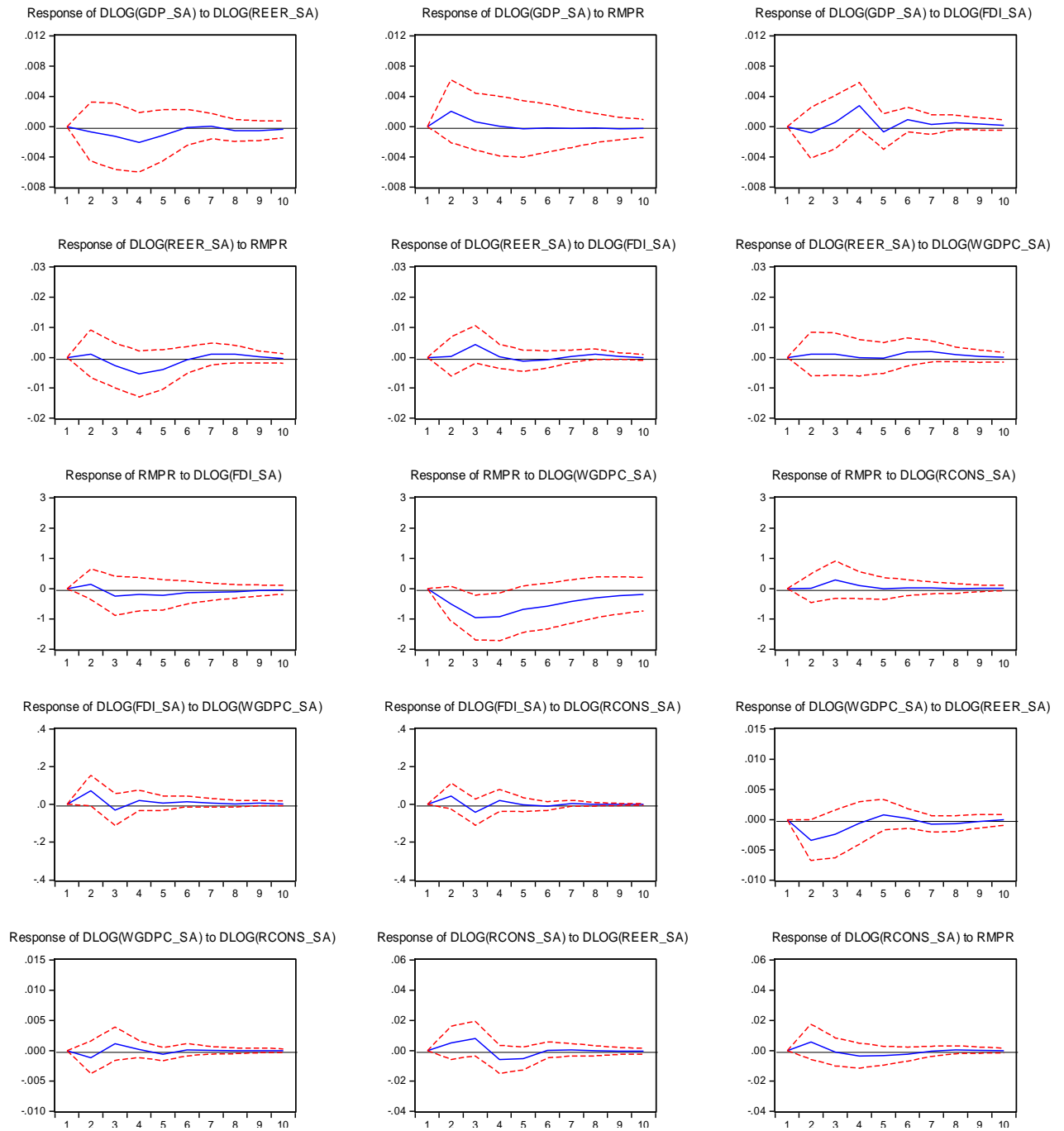
წყარო: ავტორისეული შეფასება

(გაგრძელება) ღია ეკონომიკის ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი (ეგზოგენური საგარეო მოთხოვნის შემთხვევა).



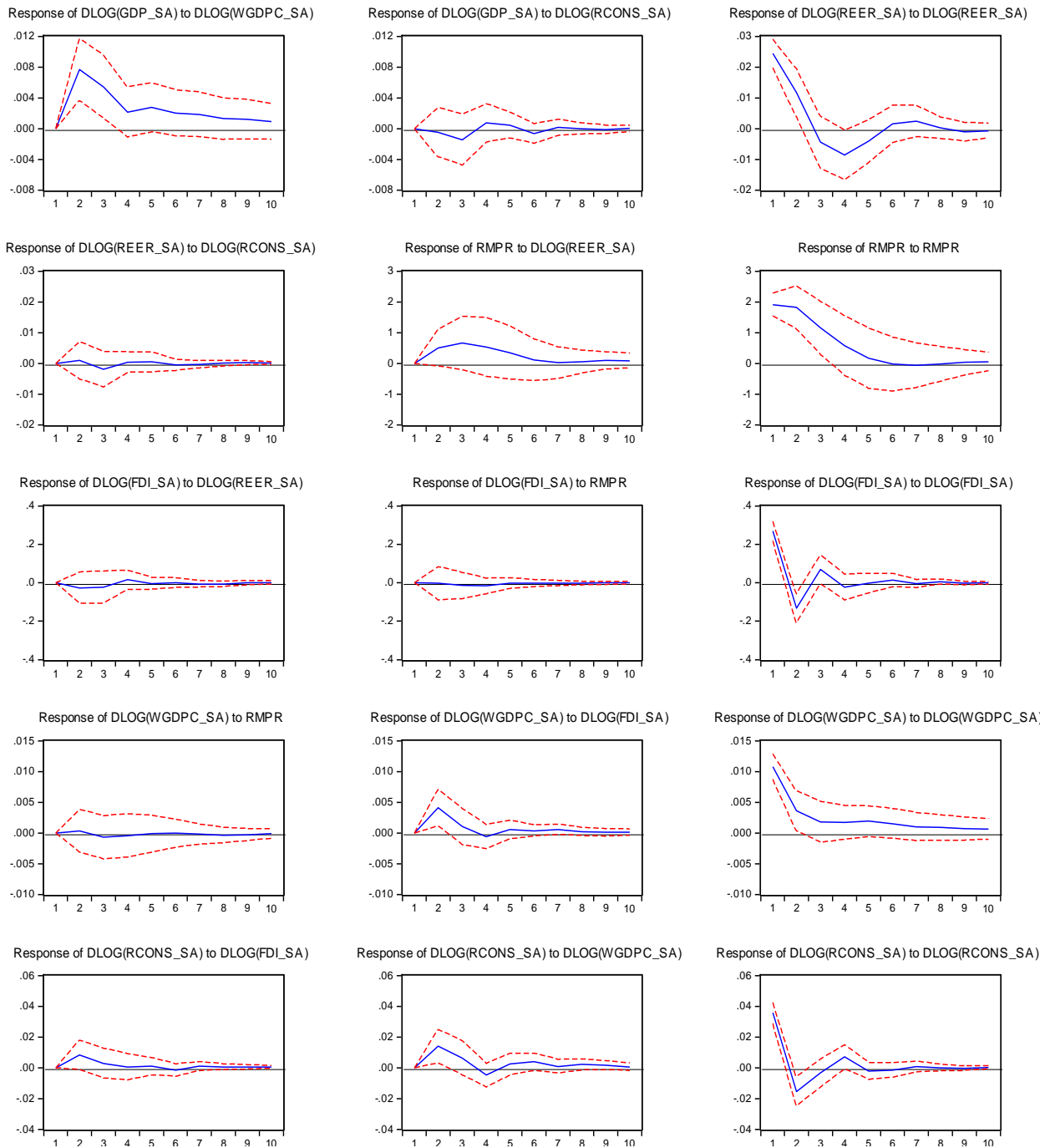
წყარო: ავტორისეული შეფასება

გ) ღია ეკონომიკის ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი (ენდოგენური საგარეო მოთხოვნის შემთხვევა).



წყარო: ავტორისეული შეფასება

(გაგრძელება) ღია ეკონომიკის ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი  
(ენდოგენური საგარეო მოთხოვნის შემთხვევა).



წყარო: ავტორისეული შეფასება

დანართი 3.

ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის შედეგები:  
ღია ეკონომიკის მოდელი

	DLOG(GDP_SA) მშპ	DLOG(REER_SA) რეალ. ეფექტური გაცვლითი კურსი	D(RMPR) რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	DLOG(FDI_SA) პუი	DLOG(RCONS_SA)
DLOG(GDP_SA(-1)) მშპ	0.061298 (0.11133) [ 0.55058]	-0.041661 (0.17206) [-0.24214]	-29.03355 (12.9884) [-2.23534]	0.265312 (2.31553) [ 0.11458]	-0.014293 (0.32635) [-0.04380]
DLOG(GDP_SA(-2)) მშპ	0.199973 (0.10004) [ 1.99889]	0.077673 (0.15461) [ 0.50239]	21.32566 (11.6710) [ 1.82723]	-0.199065 (2.08067) [-0.09567]	-0.026721 (0.29325) [-0.09112]
DLOG(GDP_SA(-3)) მშპ	-0.033788 (0.11538) [-0.29285]	0.126954 (0.17830) [ 0.71202]	20.95151 (13.4599) [ 1.55659]	1.188321 (2.39958) [ 0.49522]	0.527041 (0.33820) [ 1.55839]
DLOG(GDP_SA(-4)) მშპ	0.197644 (0.10722) [ 1.84340]	0.539339 (0.16569) [ 3.25503]	-24.16998 (12.5081) [-1.93234]	-0.688314 (2.22990) [-0.30867]	0.084821 (0.31428) [ 0.26989]
DLOG(REER_SA(-1)) რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	-0.030065 (0.11100) [-0.27086]	0.472027 (0.17154) [ 2.75175]	32.32610 (12.9492) [ 2.49637]	-4.330958 (2.30854) [-1.87606]	0.277890 (0.32536) [ 0.85409]
DLOG(REER_SA(-2)) რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	0.082118 (0.14928) [ 0.55009]	-0.418915 (0.23070) [-1.81584]	-10.27946 (17.4154) [-0.59025]	2.820858 (3.10475) [ 0.90856]	0.653427 (0.43758) [ 1.49327]
DLOG(REER_SA(-3)) რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	0.062413 (0.17210) [ 0.36266]	0.171851 (0.26596) [ 0.64615]	1.831884 (20.0771) [ 0.09124]	-4.923022 (3.57927) [-1.37543]	-0.484956 (0.50446) [-0.96134]
DLOG(REER_SA(-4)) რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	-0.072054 (0.13607) [-0.52956]	-0.403287 (0.21028) [-1.91790]	55.59022 (15.8735) [ 3.50207]	-1.159067 (2.82987) [-0.40958]	-0.079396 (0.39884) [-0.19907]
D(RMPR(-1)) რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	0.000429 (0.00129) [ 0.33154]	0.000182 (0.00200) [ 0.09131]	0.249279 (0.15082) [ 1.65281]	-0.003838 (0.02689) [-0.14275]	0.000467 (0.00379) [ 0.12327]
D(RMPR(-2)) რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	-0.000419 (0.00136)	-0.001649 (0.00210)	-0.233800 (0.15850)	0.009749 (0.02826)	0.003736 (0.00398)

		[-0.30832]	[-0.78542]	[-1.47507]	[ 0.34500]	[ 0.93821]
D(RMPR(-3))	0.002902	0.001649	-0.103947	-0.034500	0.000390	
რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00132)	(0.00204)	(0.15371)	(0.02740)	(0.00386)	
	[ 2.20273]	[ 0.80990]	[-0.67625]	[-1.25900]	[ 0.10093]	
D(RMPR(-4))	-0.000592	-0.001582	-0.268790	-0.009092	0.002017	
რეალ. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი	(0.00128)	(0.00198)	(0.14930)	(0.02662)	(0.00375)	
	[-0.46286]	[-0.79962]	[-1.80027]	[-0.34158]	[ 0.53778]	
DLOG(FDI_SA(-1))	0.017032	-0.011740	0.593554	-0.753051	0.022373	
პუი	(0.00911)	(0.01407)	(1.06243)	(0.18941)	(0.02669)	
	[ 1.87017]	[-0.83419]	[ 0.55867]	[-3.97585]	[ 0.83808]	
DLOG(FDI_SA(-2))	0.007359	-0.009606	0.252217	-0.332624	0.007395	
პუი	(0.00950)	(0.01468)	(1.10781)	(0.19750)	(0.02783)	
	[ 0.77499]	[-0.65460]	[ 0.22767]	[-1.68421]	[ 0.26569]	
DLOG(FDI_SA(-3))	0.017900	-0.025881	1.201106	-0.093908	0.010491	
პუი	(0.00909)	(0.01405)	(1.06033)	(0.18903)	(0.02664)	
	[ 1.96941]	[-1.84258]	[ 1.13277]	[-0.49679]	[ 0.39377]	
DLOG(FDI_SA(-4))	0.007063	-0.002315	0.742291	-0.207606	0.004691	
პუი	(0.00812)	(0.01255)	(0.94703)	(0.16883)	(0.02380)	
	[ 0.87001]	[-0.18456]	[ 0.78381]	[-1.22966]	[ 0.19712]	
DLOG(RCONS_SA(-1))	-0.117100	0.001307	7.074737	2.482164	-0.389754	
რეალური მოხმარება	(0.05518)	(0.08528)	(6.43742)	(1.14764)	(0.16175)	
	[-2.12213]	[ 0.01533]	[ 1.09900]	[ 2.16284]	[-2.40964]	
DLOG(RCONS_SA(-2))	-0.116132	0.010915	-0.506136	1.537217	-0.273689	
რეალური მოხმარება	(0.06203)	(0.09585)	(7.23594)	(1.28999)	(0.18181)	
	[-1.87233]	[ 0.11387]	[-0.06995]	[ 1.19165]	[-1.50535]	
DLOG(RCONS_SA(-3))	-0.115396	0.130309	-17.30224	1.296426	0.121910	
რეალური მოხმარება	(0.08200)	(0.12672)	(9.56568)	(1.70533)	(0.24035)	
	[-1.40734]	[ 1.02836]	[-1.80878]	[ 0.76022]	[ 0.50722]	
DLOG(RCONS_SA(-4))	0.088201	0.010330	-2.961011	-0.561831	-0.104093	
რეალური მოხმარება	(0.07400)	(0.11435)	(8.63257)	(1.53898)	(0.21690)	
	[ 1.19196]	[ 0.09034]	[-0.34300]	[-0.36507]	[-0.47991]	
C	0.010103	-0.005491	0.096268	-0.020814	0.004160	
	(0.00352)	(0.00544)	(0.41058)	(0.07320)	(0.01032)	
	[ 2.87060]	[-1.00959]	[ 0.23447]	[-0.28435]	[ 0.40326]	
DLOG(WGDPC_SA(-1))	0.488625	0.103138	-39.20941	6.721605	1.035097	
საგარეო მოთხოვნა	(0.20830)	(0.32191)	(24.3004)	(4.33219)	(0.61058)	
	[ 2.34578]	[ 0.32040]	[-1.61353]	[ 1.55155]	[ 1.69528]	
D041	-0.094054	-0.018692	1.994754	0.054122	-0.077776	
ფიქტიური ცვლადი	(0.01644)	(0.02541)	(1.91792)	(0.34192)	(0.04819)	
	[-5.72101]	[-0.73571]	[ 1.04006]	[ 0.15829]	[-1.61394]	
D074	-0.036832	-0.005573	1.784441	0.380602	0.181876	

ფიქტიური ცვლადი	(0.01729) [-2.13007]	(0.02672) [-0.20856]	(2.01727) [ 0.88458]	(0.35963) [ 1.05831]	(0.05069) [ 3.58827]
D083 ფიქტიური ცვლადი	-0.081462 (0.02383) [-3.41898]	-0.015991 (0.03682) [-0.43428]	3.511942 (2.77962) [ 1.26346]	-1.693508 (0.49554) [-3.41750]	-0.135936 (0.06984) [-1.94635]
D144 ფიქტიური ცვლადი	-0.041260 (0.01713) [-2.40843]	0.000509 (0.02648) [ 0.01921]	0.479700 (1.99860) [ 0.24002]	0.706655 (0.35630) [ 1.98330]	0.002573 (0.05022) [ 0.05124]
D124 ფიქტიური ცვლადი	-0.044164 (0.01602) [-2.75739]	-0.034673 (0.02475) [-1.40082]	1.582780 (1.86853) [ 0.84707]	0.016774 (0.33311) [ 0.05036]	-0.022210 (0.04695) [-0.47307]
R-squared	0.868632	0.699478	0.763039	0.750350	0.751393
Adj. R-squared	0.720129	0.359757	0.495170	0.468136	0.470359
Sum sq. resids	0.004030	0.009626	54.85233	1.743338	0.034630
S.E. equation	0.013238	0.020457	1.544307	0.275313	0.038803
F-statistic	5.849251	2.058978	2.848553	2.658802	2.673674
Log likelihood	164.7012	142.9371	-73.26247	12.95860	110.9298
Akaike AIC	-5.508048	-4.637482	4.010499	0.561656	-3.357192
Schwarz SC	-4.475556	-3.604990	5.042991	1.594148	-2.324699
Mean dependent	0.013564	0.004057	-0.055423	0.032393	0.013883
S.D. dependent	0.025022	0.025567	2.173507	0.377508	0.053317
Determinant resid covariance (dof adj.)		1.34E-11			
Determinant resid covariance		2.77E-13			
Log likelihood		368.1740			
Akaike information criterion		-9.326959			
Schwarz criterion		-4.164496			

წყარო: ავტორისეული შეფასება



დანართი 4.

ა) დინამიკურ-დეტერმინისტული სიმულაცია (Dynamic-Deterministic Simulation)



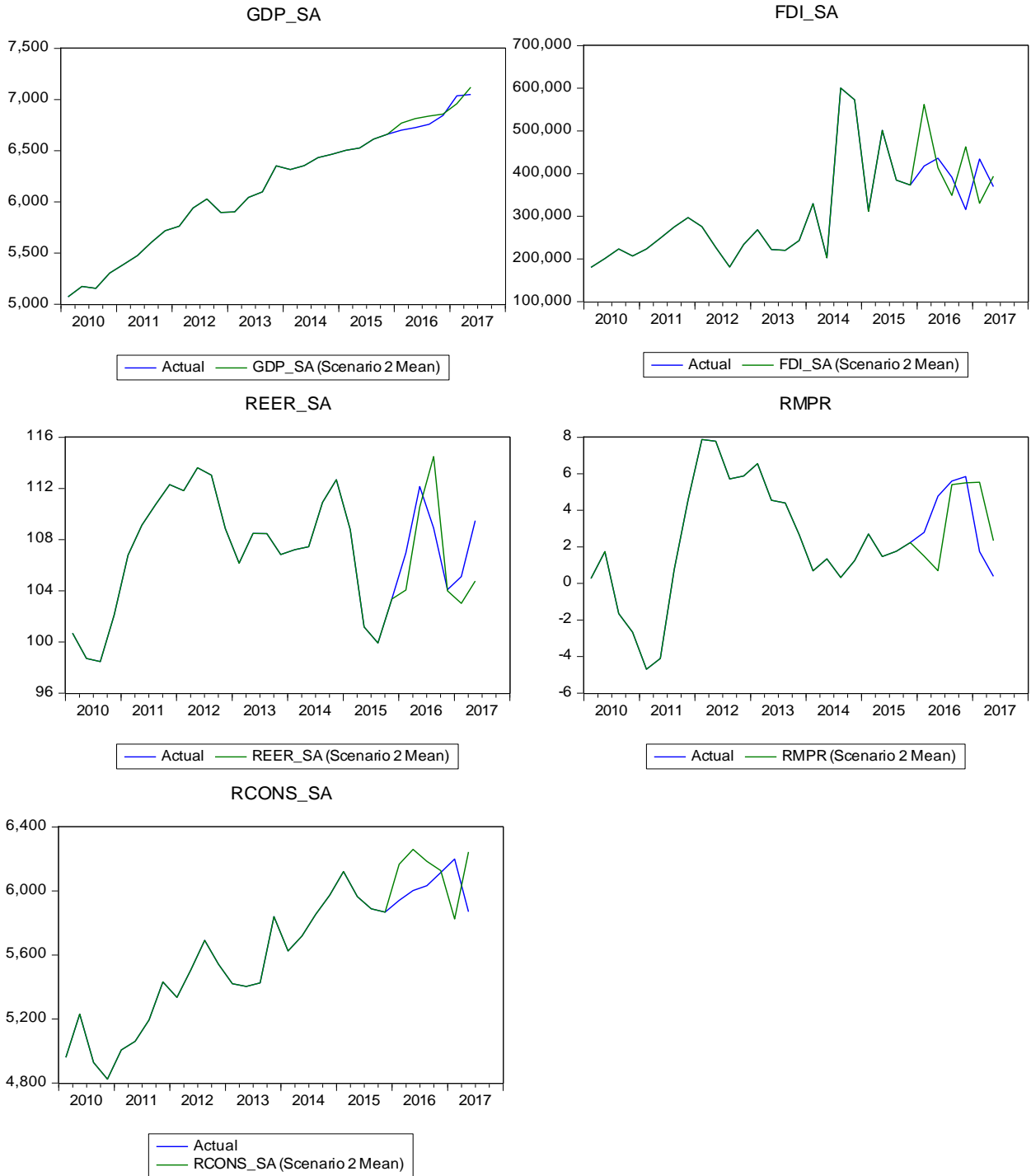
წყარო: ავტორისეული შეფასება

ბ) დინამიკურ-სტოქასტური სიმულაცია (Dynamic-Stochastic Simulation)



წყარო: ავტორისეული შეფასება

გ) სტატიკურ-სტოქასტური სიმულაცია (Static-Stochastic Simulation)



წყარო: ავტორისეული შეფასება